

Dgpf kniN0T äppli
J gppli 'Qvpgu
Erling Tryggestad

Bacheloroppgave

ved Handelshøyskolen BI Trondheim



Verdivurdering av Trøndelag Isolering AS

BTH 9503 – Bacheloroppgave i økonomistyring og
investeringsanalyse

Innleveringsdato:
7.6.2012

BI Trondheim

Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket.

Innholdsfortegnelse

INNHALDSFORTEGNELSE	I
SAMMENDRAG.....	IV
1. INNLEDNING.....	1
1.1 FORMÅLET MED OPPGAVEN.....	1
1.2 BEDRIFTSBESKRIVELSE	1
2. STRATEGISK ANALYSE.....	2
2.1 INTERNANALYSE	2
2.1.1 Verdssetting av kunnskapskapital	2
2.2 VERDIKJEDE OG VERDINETTVERK	4
2.2.1 Verdikjeden i Trøndelag Isolering AS	4
2.3 SVIMA-ANALYSE.....	6
2.3.1 Humankapital	7
2.3.2 Plassering.....	7
2.3.3 Kvalitet	8
2.3.4 Unikt produkt.....	8
2.3.5 Merkenavn	8
2.3.6 Dynamisk.....	9
2.4 EKSTERNANALYSE	9
2.4.1 Inntrengere	10
2.4.2 Konkurrenter	11
2.4.3 Leverandører.....	11
2.4.4 Kunder.....	12
2.4.5 Substitutter.....	12
2.5 PESTEL - ANALYSE	13
2.5.1 Politiske forhold	14
2.5.2 Økonomiske forhold:	14
2.5.3 Sosiokulturelle forhold	16
2.5.4 Teknologiske forhold.....	17
2.5.5 Juridiske forhold.....	17
2.5.6 Miljømessige forhold.....	17
2.6 SWOT.....	19
2.6.2 Svakheter	20
2.6.3 Trusler	21
2.6.4 Muligheter	22
3. VERDSETTELSESTEORI.....	23

3.1	BALANSEBASERTE MODELLER	23
3.1.1	Likvidasjonsverdi.....	23
3.1.2	Substansverdi.....	23
3.2	INNTJENINGSBASERTE MODELLER	24
3.2.1	Dividendemodeller	24
3.2.2	Multiplikatormodeller.....	25
3.2.3	Kontantstrømsbaserte modeller.....	25
3.3	KAPITALVERDIMODELLEN (CAPM).....	28
3.4	VALG AV METODE	29
4.	REGNSKAPSANALYSE	30
4.1	SOLIDITETSANALYSE.....	31
4.1.1	Egenkapitalandel.....	31
4.1.2	Gjeldsgrad.....	32
4.2	LØNNSOMHETSANALYSE	33
4.2.1	Totalkapitalrentabilitet.....	33
4.2.2	Egenkapitalrentabilitet etter skatt.....	34
4.2.3	Overskuddsgrad.....	34
4.2.4	Driftsmargin	35
4.3	CASH CONVERSION CYCLE (CCC).....	36
4.4	KONKLUSJON AV REGNSKAPSANALYSEN	38
5.	VERDIVURDERING AV TRØNDELAG ISOLERING	39
5.1	BETA.....	39
5.1.1	Integrert risikoanalyse.....	40
5.1.2	Risikofri rente (R_f)	41
5.1.3	Beregning av avkastningskravet ved risikoanalyse	42
5.1.4	Markedets risikopremie ($R_m - R_f$).....	42
5.1.5	Likviditetspremie	43
5.1.6	Avkastningskravet beregnet med kapitalverdimodellen.....	43
5.2	AVKASTNINGSKRAVET TIL TOTALKAPITALEN (WACC).....	44
5.3	PROGNOSE PÅ UTVIKLING TIL REGNSKAPET	45
5.3.1	Tidsperspektiv på utviklingen	45
5.3.2	Driftsinntekter	45
5.3.3	Varekostnad.....	46
5.3.4	Lønnskostnader	47
5.3.5	Andre driftskostnader	47
5.3.6	Investeringer.....	48
5.3.7	Netto finansposter.....	48
5.3.8	Avskrivninger.....	49
5.3.9	Arbeidskapital	49
5.4	FREMTIDIG REGNSKAP	50
5.4.1	Fremtidig egenkapital	50

5.5 VERDIVURDERING	51
5.5.1 Egenkapitalmetoden	51
5.5.2 Totalkapitalmetoden	52
5.5.3 Superprofittmetoden	53
5.5.4 Oppsummering av verdivurderingen	54
5.6 SENSITIVITETSANALYSE	54
5.6.1 Driftsinntekter	55
5.6.2 Andre driftskostnader	56
5.6.3 Varekostnad	57
5.6.4 Driftsinntekter og varekostnader	58
5.6.5 Endring i lønn	58
5.6.6 Endring i risiko	60
5.6.7 Sammendrag av scenarioanalysen	61
5.7 SIMULERINGSANALYSE	62
5.7.1 Usikkerhet i verdien	63
5.7.2 Oppsidepotensial	64
5.7.3 Nedside	65
5.7.4 Konkursrisiko	66
5.7.5 Oppsummering av simuleringsanalysen	66
6. KONKLUSJON	67
REFERANSELISTE	68
VEDLEGG	70
VEDLEGG 1: BALANSEOPPSTILLING	70
VEDLEGG 2: RESULTATREGNSKAP	71
VEDLEGG 3: BEREGNING AV CCC	72
VEDLEGG 4: KOMPETANSEANALYSE	73
VEDLEGG 5: LÆREPLAN I ISOLATØRFAGET	74
VEDLEGG 6: INTERVJUGUIDE	77

Sammendrag

Denne bacheloroppgaven har hatt som hovedformål å utrede verdien av å eie Trøndelag Isolering AS.

Vår løsning av dette baserer seg på bl.a. relevant faglitteratur, samt innhenting av informasjon fra tilgjengelige databaser.

I tillegg har vi hatt samtaler med daglig leder Jostein Gjestad, samt Lisbeth Schjelde ved opplæringskontoret for blikk, tak, ventilasjon og vvs.

Ellers er det foretatt en strategisk analyse for å belyse selskapets konkurransefortrinn, styrker, svakheter og utfordringer.

En grundig regnskapsanalyse følger også oppgaven, hvor vi i tillegg har valgt å sammenligne selskaper som opererer i noenlunde samme bransje, for å få en pekepinn på hvor Trøndelag Isolering AS står i forhold.

For oss var det nyttig å besøke selskapets kontorer og lager, da dette skapte forståelse for hvordan den daglige driften foregår. Dette besøket var med på å danne grunnlaget for den videre analysen.

Verdien av Trøndelag Isolering for eier Jostein Gjestad, gitt våre forutsetninger og beregninger, estimeres til intervallet 3,1 MNok – 3 MNok ved egenkapital- og total kapitalmetoden.

Vi gjør oppmerksom på at dette bygger på diskusjoner og valg gjennom hele oppgaven, og at man må se på denne verdien som et utgangspunkt fremfor en fasit da vi ikke opererer med perfekt informasjon.

På grunn av dette har vi utarbeidet både en sensitivitets- og scenarioanalyse, slik at man som leser har mulighet til å se nærmere på forskjellige utfall ved å ta en nærmere titt på disse analysene.

Avslutningsvis ønsker vi å rette en stor takk til vår veileder på BI, førstelektor Olav Lilleberg. Han har innledningsvis gitt oss en god innføring i teorien, samt vært behjelpelig med nyttige tips i forbindelse med oppgaven.

1. Innledning

1.1 Formålet med oppgaven

Formålet med denne bacheloroppgaven er å komme med en så korrekt verdivurdering av Trøndelag Isolering AS (heretter også forkortet TI) som mulig. Hensikten med en slik vurdering kommer av at eier og daglig leder vurderer å selge selskapet.

Problemstillingen blir dermed som følger: *Hva er verdien av å eie Trøndelag Isolering pr. 31.5.2012 som et "going concern"?*

1.2 Bedriftsbeskrivelse

Trøndelag Isolering AS ble etablert 7. oktober 1996 etter at avdelingskontoret til Reinhold & Mahla Isolering i Trondheim ble bestemt nedlagt i 1996. Jostein Gjestad og Finn Berg valgte derfor å starte opp egen virksomhet i Trondheim etter at nedleggelsen av avdelingen var et faktum. Ved overtakelsen fulgte det med 17 ansatte i 1996. Dette antallet har i de siste 15 årene variert mellom 17 og 33 ansatte grunnet store svingninger i bransjen. (Trøndelag Isolering 2012)

Både Jostein og Finn har tidligere jobbet i Teknisk Isolering, Ticon Isolering, Uonitor og Reinhold & Mahla Isolering. Etter at Finn Berg gikk av som AFP-pensjonist 31. jan 2010, eier Jostein Gjestad alle aksjene i selskapet.

I tiden fra oppstarten t.o.m. årtusenskiftet var store deler av omsetningen til TI relatert til arbeid utført på skip og båter. Grunnet høy konkurranse fra blant annet utenlandsk arbeidskraft og lav etterspørsel generelt i denne delen av bransjen, er ikke dette lenger tilfelle. I dag satser TI stort sett på små jobber innenfor landbasert industri hvor de møter liten konkurranse. Ved større jobber og anbud opplever de nå større konkurranse.

Enkelt fortalt er Trøndelag Isolering en tjenestebedrift som isolerer ulike typer rør for næringsbygg og skip.

Et typisk oppdrag kan f. eks være isolering av rør ved nybygging av skoler, sykehus, hoteller etc.

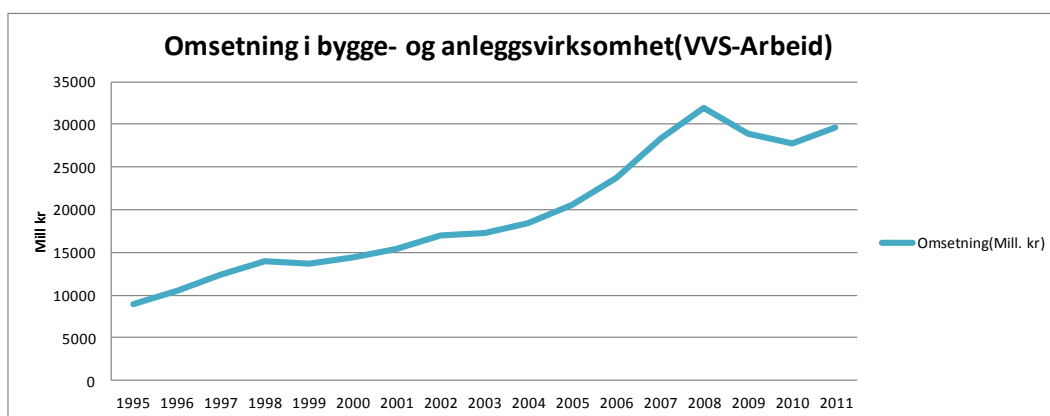
Arbeidet utføres i all hovedsak med ferdige isoleringsprodukter bedriften kjøper fra sine leverandører, som f. eks Glava og Rockwool, og nærmere informasjon om disse finnes på nettsidene deres.

Selv om mesteparten av isolasjonsproduktene kjøpes som ferdigvare, vil enkelte prosjekter kreve noe tilpasning i verkstedet.

I tillegg til de ferdige produktene, har TI også produksjon av et eget isolasjonsprodukt. Dette produktet kan betegnes som en formsydd isolasjonspute, og spesiallages i bedriftens verksted etter kundens behov.

I dag har bedriften ca. 20 ansatte. Administrasjonen består av 3 ansatte, inkludert eier og daglig leder. De resterende ansatte er godkjente isolatører, med unntak av én person som er ansatt som lærling.

Bedriften omsatte i 2010 for ca. 14,7 MNOK og fikk et ordinært resultat etter skatt på -229 000 NOK samme år.



Figur 1: Omsetningsutvikling VVS-bransjen 1995-2011 (SSB 2011)

2. Strategisk analyse

For å få et bedre overblikk over Trøndelag Isolering velger vi å foreta både en intern og ekstern analyse av selskapet.

På denne måten kan man danne seg et bilde av både hvilke styrker og svakheter selskapet står ovenfor, og dette vil igjen gi oss et bedre beslutningsgrunnlag med hensyn på viktige faktorer senere i oppgaven.

2.1 Internanalyse

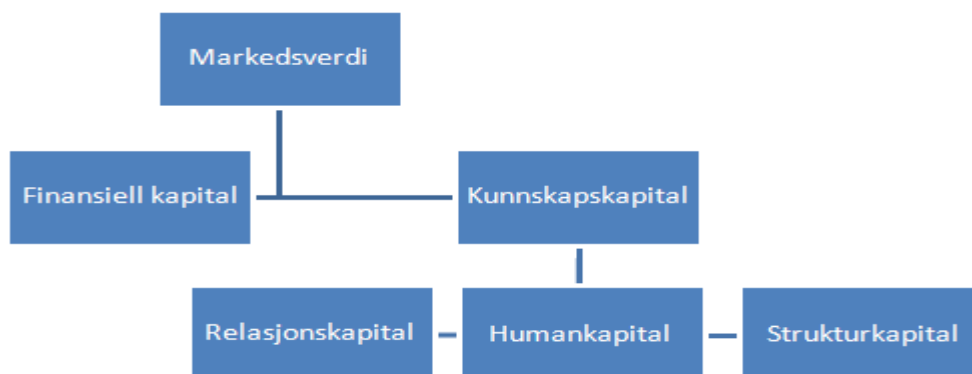
I internanalysen vil vi se nærmere på selskapets humankapital, litt om verdikjeder og nettverk, samt at vi vil foreta en SVIMA-analyse slik at vi får sett nærmere på hvordan de ulike konkurransefortrinnene kan klassifiseres.

2.1.1 Verdsetting av kunnskapskapital

Kunnskapskapital handler om hvordan ledelsen i en virksomhet kan anvende og forbedre kunnskapen gjennom utvikling og implementering av ressursbasert strategi. Kunnskapen til de ansatte i en kunnskapsintensiv virksomhet vil derfor

være av høy verdi og likeså en viktig ressurs. Markedsverdien av et selskap vil derfor ikke være basert bare på kontantstrøm og inntjeningspotensialet, men også kapitalen som ligger i de ansattes kunnskap. Dette kalles også for humankapitalen i selskapet.

For å illustrere markedsverdien i et selskap kan figuren nedenfor gi et mer forståelig bilde av temaet:



Figur 2: Ledelse av intellektuell kapital (Gottschalk, 2003)

Trøndelag Isolering er en bedrift som er nødt til å være kunnskapsorientert. Dette medfører at de også vil besitte en stor andel av humankapital og kunnskapskapital. Humankapital er den individuelle kunnskapen hos hver enkelt ansatt, og verdien vil derfor være avhengig av den enkeltes evne til å kunne skape verdier for selskapet. Ved at ledelsen bruker en strategisk ledelsesstil, vil disse verdiene bli ivaretatt gjennom lengre tider. Det vil også være viktig for bedriften at slike verdier er nøye dokumentert for ledelsen slik at de kan se hvilke verdier de innehar også innenfor denne delen.

Strukturkapitalen er de verdier selskapet innehar gjennom sine prosesser og rutiner som virker verdi skapende for organisasjonen. Man kan på andre måter si at strukturkapitalen er selve infrastrukturen av kunnskapskapitalen. Alle prosessene må fungere optimalt for at selskapet skal kunne generere merinntekter i form av dette.

Relasjonskapital består av kundekapital og sosialkapital, hvor kundekapital er beskrevet som kunder og all kontakt det skal vise seg at selskapet har med dem. Faste kunder vil ha større verdi enn kunder som ikke er faste. Relasjonskapitalen er derfor meget viktig for selskapets videre eksistens. Man kan også se det samme ut i fra en vilkårlig persons ståsted, der antall venner/relasjoner gir vedkommende mulighet til å kunne skape verdier for seg selv og andre. Sosialkapital henspiller de interne verdier i et selskap. Dette er med andre ord de relasjoner ansatte internt besitter.

Bedrifter som verdivurderes bare med tanke på resultat vil ikke kunne få en riktig verdi siden det også eksisterer kunnskapskapital innenfor virksomhetens 4 vegger. Gottschalk (2003), mener at standardiseringsmyndighetene i Norge (NRS – Norsk Regnskaps Stiftelse) og i verden for øvrig (IASB – International Accounting Standards Board) skulle kommet til felles enighet om at humankapital og kunnskapskapital skal kunne inngå i regnskapets balanse.

EVA (Economic Value Added) er en verdsettingsmetode blant de inntjeningsbaserte modellene. Denne metoden er passende å bruke når man skal verdsette kunnskapskapitalen, men også RI (Residual Income) vil egne seg til slike formål.

Noen definisjoner av kunnskapskapital:

- Totalsummen av det alle i bedriften kan bidra med som kan eller vil gi noen form for konkurransefortrinn i markedet.
- Ressurser som hvert enkelt individ innehar som kan omsettes til verdier eller penger.
- Kunnskap som kan konverteres til verdi hos bedriften.

Noe av det som har endret seg innenfor temaet om intellektuell kapital er at flere næringslivsledere hører på når problematikken rundt dette dukker opp, noe som står i sterk kontrast til situasjonen man hadde for bare noen få år siden. Det betyr med andre ord at viktigheten av underliggende ressursen har mer betydning nå enn det hadde før.

2.2 Verdikjede og verdinettverk

Trøndelag Isolering AS skal på sikt bli ledende innen sitt fagfelt i Trøndelag og omegn. Selskapet har i dag rundt 20 medarbeidere som jobber effektivt og målrettet for å kunne kapre nye kunder og kontrakter. Helt siden selskapet ble opprettet har de underlagt seg større markeder som et resultat av kvalitet, pris og renommé. Gjennom tett relasjon med partnere skal de være verdiskapende i alle ledd for å kunne lykkes i dag og i fremtiden.

2.2.1 Verdikjeden i Trøndelag Isolering AS

I figuren nedenfor ser vi en illustrasjon av selskapets verdikjede.



Figur 3: Verdikjede Trøndelag Isolering

Forespørsel på prosjekt:

Selskapet mottar hver dag ulike forespørsler på forskjellig prosjekt. Noen jobber er hastejobber som de får uten spørsmål om pris. Andre jobber krever en noe grundigere dialog med oppdragsgiver med tanke på utførelse, design, rabatter osv.

Dialog via mail eller telefon med oppdragsgiver:

Ved større prosjekter og tilbud gitt på anbud må ledelsen i selskapet være i tett dialog med oppdragsgiveren for å kunne gi riktig pris til kunden. På større prosjekt er det også konkurranse, noe som betyr at lavest mulig pris er viktig.

Beregning av behovsressurser rundt prosjektet:

Ved aksept på tilbud må prosjektlederen utarbeide en egen fremdriftsplan til prosjektet. Her er det veldig viktig at alt blir gjort riktig slik at prosjektet blir utført på den mest effektive måten. Antall ansatte som trengs på jobber, varemengde, husrom etc. er noen av punktene som kan skape ikke-optimal ressursforbruk.

Totalberegning av tilbud på prosjekt:

Etter at prosjektlederen har kartlagt hvilke ressurser som trengs til prosjektet, vil man kunne beregne en totalverdi og dermed kunne gi tilbudet til kunden.

Tilbakemelding på tilbud: Aksept eller ikke?

Her spiller pris og kvalitet inn. Det går opptil en uke eller mer før tilbyder får svar.

Igangsettelse av prosjekt:

Ved aksept kan prosjektet igangsettes etter avtalt oppstartsdato. Selskapets medarbeidere kan da begynne å prefabrikere nødvendig arbeidsmateriell og komme seg på prosjektstedet for å begynne jobben. Kontoret tar seg av bestilling av varer ol.

Pågående prosjekt:

Mens prosjektet pågår vil kontoret forsyne arbeiderne med utstyr og materiell. Avhengig av avtalen vil fakturering også foregå. Noen ganger faktureres det etter utførte timer, andre ganger i henhold til opptjeningsprinsippet.

Ferdigstilling av prosjekt:

Når prosjektet nærmer seg avslutning, vil prosjektansvarlig på kontoret ferdigstille prosjektet og fakturere det siste som står igjen. Det foretas avregninger og internoverføringer for det spesifikke prosjektet, og de ansatte på det aktuelle prosjektet overføres dermed til neste arbeidssted. Dette skjer normalt sett neste dag, siden påbegynnelse av prosjekt samme dag ofte skaper kaos.

Utarbeide resultatrapport på prosjektet:

Etter avregning og ferdigstilling må daglig leder gå gjennom inntekter og utgifter, samt periodiseringer for å kunne komme riktig ut på jobben som er utført. Man får da tallenes klare tale og får dermed se om man tjente på jobben, eller om det gikk i tap.

2.3 SVIMA-analyse

Et selskaps lønnsomhet er avhengig av evnen til å ha distinktive, bærekraftige konkurransefortrinn. (Gottschalk, 2003, 59) For at de skal klare dette må de i første omgang ha ressurser. Deretter må disse ressursene oppfylle enkelte krav. For at en ressurs skal være et varig beholdt konkurransefortrinn må det være sjeldent, viktig, ikke-imiterbart, mobilisert og appropriert. (Jakobsen og Lien, 2001, 87) Sjeldent vil si at andre aktører ikke har dette fortrinnet i dag. En viktig ressurs vil si at den direkte eller indirekte påvirker resultatet i en viss grad. En ikke-imiterbar ressurs innebærer at den ikke kan kopieres av konkurrenter. Mobilisert vil si at ressursen kan omsettes til verdiskapning. En appropriert ressurs er en ressurs som bare kan være verdifull for selskapet som analyseres. Årsaken til at vi har valgt en SVIMA-analyse fremfor en tradisjonell VRIO, er at SVIMA-analyse i større grad går i dybden, og er bedre til å fange opp humankapitalen og

superprofitten som ligger i selskapet. Dette er årsaken til at den anbefales for tjenestebedrifter.

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig, ikke beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn

Tabell 1: Utfall for en SVIMA-analyse (Jakobsen og Lien, 2001)

En bedrifts konkurransefortrinn er ressurser som skaper langsiktig avkastning over gjennomsnittet i det relevante produktmarkedet. En stor differanse mellom gjennomsnittsavkastning og en gitt bedrifts avkastning betyr et stort konkurransefortrinn (Jakobsen og Lien, 2001, 74). Nedenfor vil vi liste opp de ressursene som kan være klassifisert som fortrinn i Trøndelag Isolering.

2.3.1 Humankapital

Hos enhver tjenestebedrift er det viktig at det finnes ansatte i bedriften med kunnskap og glød til å holde på med det de gjør. Etter vårt besøk på utdanningskontoret i Trondheim kom det frem at det kun har vært én lærling i isolatrørfaget de siste 3 årene i hele Midt-Norge, og ressursen klassifiseres derfor som sjelden. For å få en oversikt over hvor omfattende og annerledes isolatørutdanningen er, vil læreplanen for faget ligge vedlagt til oppgaven. Ressursen er viktig for bedriften ettersom det er humankapitalen som skaper kontantstrømmen i selskapet. Ressursen er ikke-imiterbar da det ikke er mulig for konkurrenter å kopiere måten kulturen og erfaringen som ligger i selskapet. Humankapitalen er delvis mobiliserbar da verdiskapningen som finnes i ressursen ikke alltid blir brukt til det fulle i perioder med lite arbeid. Ettersom humankapitalen som finnes i selskapet bidrar til verdiskapningen for Trøndelag Isolering er den også approprierbar.

2.3.2 Plassering

Med plassering mener vi den fysiske lokaliseringen til Trøndelag Isolering. De holder til lokalt i Trondheim, og dette vil nødvendigvis også føre til fordeler som konkurrenter med dårligere plassering ikke har. Ettersom de ikke er alene i Trondheim er ressursen ikke klassifisert som sjelden. Ressursen er delvis viktig ettersom den i enkelte tilfeller kan påvirke resultatet. Ressursen er imiterbar da det

er mulig for konkurrenter å oppnå den samme fysiske plasseringen. Plasseringen er delvis mobilisert da den drar nytte av den lokale verdiskapningen, men det fremdeles er mulig å gjøre dette i større grad. Ressursen er ikke approprierbar da også andre konkurrenter kan få verdiskapning av plasseringen.

2.3.3 Kvalitet

Dette er en ressurs som forteller noe om produktet til Trøndelag Isolering. Det finnes en tendens til at de jobbene som blir gjort av billigere arbeidskraft fra Øst-Europa ofte må gjøres om igjen av Trøndelag Isolering da det ikke var kvalitetsarbeid fra begynnelsen. Dette er derfor en ressurs som selskapet kan dra nytte av. Ressursen er sjelden ettersom det ikke finnes mange selskaper som har den samme spesialiseringen. Den er viktig ettersom den påvirker resultatet, den er delvis imiterbar da det er mulig for konkurrenter å fokusere på samme spesialisering. Den er mobilisert da den bidrar til verdiskapning, men ikke approprierbar da andre selskaper også kan skape verdier med samme fokus på kvalitet.

2.3.4 Unikt produkt

Det unike produktet i Trøndelag Isolering er i all hovedsak den spesial sydde isoleringsputen som produseres i selskapets lokaler. Dette er en pute som har egenskaper utover det som kan bestilles fra leverandør, og den blir dermed unik. Den er sjelden da det ikke er andre selskaper i dag som lager samme produkt, den er viktig da mange av kundene må velge Trøndelag Isolering på grunn av produktet, mens den er imiterbar da selskapet ikke har noen patent på produktet. Det er heller ikke behov for unik humankapital for å lage dette produktet. Ressursen er ikke mobilisert da mange av kundene ikke er klar over fordelene ved produktet.

2.3.5 Merkenavn

Merkenavnet til Trøndelag Isolering er viktig da de befinner seg i en relativt liten klynge i Trondheim, og de er avhengig av gode referansekunder og et godt omdømme. Denne ressursen er sjelden da det ikke finnes konkurrenter med like godt merkenavn i Trondheim. Den er ikke-imiterbar da en konkurrent vil kreve tid og godt arbeid for å kunne bygge opp samme ressurs. Merkenavnet er mobilisert da selskapet ofte opplever å få kunder på grunn av omdømmet sitt, mens den er

appropriert ettersom merkenavnet kun vil kunne brukes til deres egen verdiskapning.

2.3.6 Dynamisk

Denne ressursen forteller noe om hvor godt Trøndelag Isolering klarer å være dynamiske i forhold til uforutsette hendelser i bransjen, samt hastehenvendelser i fra kunder. Den sier noe om hvor dyktige Trøndelag Isolering er til å tilpasse seg kundenes behov. Ressursen er sjelden da det ikke finnes bedrifter som har samme muligheten til tilpassing i Trondheim i dag. Den er viktig da mange kunder er avhengig av at Trøndelag Isolering kan tilpasse seg deres behov og at dette igjen påvirker resultatet. Den er ikke imiterbar ettersom det vil kreve en ny kultur hos konkurrenter for å skape det samme fortinnet. Den er mobilisert siden den er godt kjent hos kundene og fører til verdiskapning, mens den er delvis appropriert.

Nedenfor har vi summert opp ressursene i en oversiktig tabell. Tabellen viser at selskapets viktigste fortrinn er merkenavnet og den dynamiske tilnærmingen, mens humankapitalen og kvaliteten er fortinn som kan utvikle seg til potensielt varige etter hvert.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Humankapital	Ja	Ja	Ja	Delvis	Ja	Potensielt varig fortrinn
Plassering	Nei	Delvis	Nei	Delvis	Nei	Paritet
Kvalitet	Ja	Ja	Delvis	Ja	Nei	Potensielt varig fortrinn
Unikt produkt	Ja	Ja	Nei	Nei	Nei	Trivielt fortrinn
Merkeavn	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn
Dynamisk	Ja	Ja	Ja	Ja	Delvis	Varig, beholdt fortrinn

Tabell 2: Klassifisering av ressurser i Trøndelag Isolering

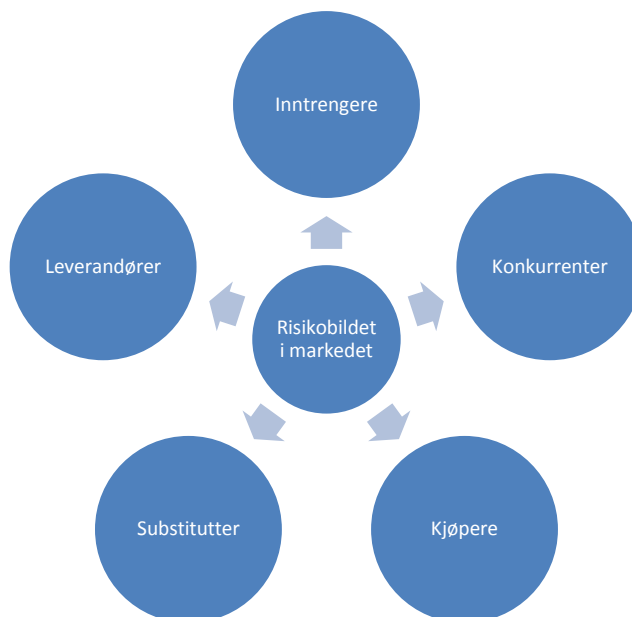
2.4 Eksternanalyse

I eksternanalysen vil oppgaven se nærmere på elementer i bedriftens nærmiljø som potensielt kan utgjøre en risiko for bedriften. Med andre ord skal analysen være et verktøy for å forstå hvilken situasjon bedriften er i nå, samt hvilke utfordringer og muligheter man har fremover.

En grunnleggende forståelse for dette er avgjørende om man skal kunne opprettholde videre vekst i selskapet.

Analysen foretas ved hjelp av Porters anerkjente modell *The Five Forces Framework* (1980, referert i Barney og Hesterly 2008, 39).

Makroøkonomiske forhold av betydning for selskapet vil oppgaven se nærmere på i PESTEL-analysen, og sett i sammenheng med Porters modell, vil man kunne danne et bredere grunnlag for prognostiseringen.



Figur 4: The Five Forces Framework (Porter, 1980, referert i Barney og Hesterley 2009, 39)

2.4.1 *Inntrengere*

I enhver bransje med gode muligheter for høy profitt, vil interessen for nyetableringer være til stede. En nyetablering vil få ringvirkninger i form av at de andre selskapene i bransjen får redusert profitt, ettersom man har den samme etterspørselen, men større tilbud.

Slik Porters modell forklarer, er trusselen om nyetableringer vesentlig lavere om det eksisterer inngangsbarrierer som gjør det vanskeligere for nye selskap å få fotfeste i bransjen.

For isolasjonsbransjen eksisterer det absolutt slike inngangsbarrierer, ettersom bransjen både er kapitalkrevende, samt at selskapene bør inneha opptil flere nøkkelpersoner med bred kunnskap og erfaring.

Isolasjonsbransjen går ofte hånd i hånd med byggebransjen, og har de siste årene vært preget av lav inntjening, og dårlige resultater. Vi vil komme nærmere tilbake til dette ved beregning av fremtidig kontantstrøm, men trenden er at de de seneste årene ikke har vært en spesielt lukrativ bransje med tanke på profitt.

Dette kan være faktorer som begrenser interessen for nyetableringer, men at man heller ser at selskaper finner andre og mer kostnadseffektive måter å drive på.

Med tanke på at bransjen er kapital- og kunnskapskrevende, vurderes trusselen om nyetableringer som liten. Dette styrker bransjen, og øker mulighetene for superprofitt.¹

2.4.2 Konkurrenter

I TIs bransje er rivalisering sterkt utbredt ettersom mye av lønnsomheten bestemmes av hvem som vinner de ulike anbudskonkurransene. Dermed gjelder det å kunne konkurrere spesielt på pris, og rivaliseringen går ofte på akkurat dette. Mange av aktørene tilbyr mye av de samme produktene, og man får følgelig ikke store konkurransefortrinn gjennom produktsegmentet.

På småjobber lokalt har TI nesten ingen konkurrenter forteller Jostein Gjestad, men han legger også til at det ikke er nok småjobber til at de kan overleve utelukkende på dette.

Dermed må de konkurrere med store aktører som f. eks Kaefer IKM, Lafopa, Oras og Heidenreich på jobber med større volum.

En av de største utfordringene for aktørene i bransjen er lønnskostnadene. Disse utgjør ofte store deler av driftskostnadene, og følgelig tar flere og flere i bruk utenlandsk arbeidskraft. Forhåpentligvis vil oppdragsgiverne etter hvert forstå fordelene ved faglært norsk arbeidskraft som utfører jobben i henhold til de gitte lover og regler, hevder Jostein Gjestad.

Oppsummert kan man si at bransjen er preget av flere ulike leverandører som sammen kriger om mange av de samme anbudene. Derfor er ikke dette et område hvor isolasjonsbransjen, eller Trøndelag Isolering i særdeleshet, kan øke sine muligheter for å oppnå superprofitt.

2.4.3 Leverandører

Det er et bredt spekter av leverandører å velge mellom, noe som i sin tur gir leverandørene lavere forhandlingsmakt ovenfor bransjen.

¹ Superprofitt – Egenkapitalrentabiliteten > Egenkapitalkravet

Bare Trøndelag Isolering alene har 4-5 hovedleverandører, samt en rekke underleverandører man kan hente inn pristilbud fra, før man priser et prosjekt.

Materialene som benyttes i bransjen kan ikke karakteriseres som sjeldne, og oppgaven konkluderer dermed med at leverandørens forhandlingsmakt er sterkt redusert.

Disse faktorene gjør sitt til at muligheten for superprofitt er tilstede.

2.4.4 Kunder

Forhandlingsmakten fra kundene er som allerede nevnt en helt annen enn hva situasjonen er for leverandørene. Markedet preges av anbudskonkurranser, med flere aktører. Altså har man en situasjon med mange aktører og like produkter. Dette gjør at kundene har stor forhandlingsmakt, og mulighetene for superprofitt er lave.

Pris er naturligvis ett sentralt element med tanke på slike anbudskonkurranser, men plassering og spesiallagde produkter kan dempe forhandlingsmakten til kundene. Etersom TI har få lokale konkurrenter, samt et unikt egenprodusert produkt, kan det være fordelaktig i visse situasjoner.

Uansett må det konkluderes med at dette ikke er et område hvor bransjen kan øke muligheten for superprofitt, med tanke på at tilbudet ofte er mye større enn hva etterspørselen er for store prosjekt.

2.4.5 Substitutter

En substitutt er en vare eller en tjeneste som kan virke som en fullverdig erstatning som dekker samme behov.

Naturligvis finnes forskjellige typer isolasjon, av ulik kvalitet og pris, men de dekker generelt det samme behovet.

Det finnes få, om noen, produkter som kan erstatte egenskapene dagens isolasjon har, men det er ikke dermed sagt at Trøndelag Isolering, eller bransjen for den del, ikke kan bli offer for en substitutt.

Si f. eks at en rørleggerbedrift begynner å utdanne sine ansatte til å kunne utføre samme type arbeide som TI gjør per i dag. Da vil ikke andre bedrifter ha behov

for outsourcing av isolasjonsarbeide lenger, og TIs posisjon i markedet vil falle betraktelig.

Ifølge Jostein Gjestad ser han heller at det motsatte blir mer populært.

Rørleggerbedrifter setter gjerne bort slikt arbeid, og TI mottar mange slike forespørslers.

Ettersom de fleste bedriftene kjøper de samme produktene som TI, vil det ikke skille stort der. Arbeidet som utføres er også mye av det samme, bortsett fra de største selskapene som leier inn arbeidskraft fra utlandet.

Oppsummert konkluderer oppgaven med at slik situasjonen er i dag, verken reduserer eller øker dette mulighetene for superprofitt.

2.5 PESTEL - analyse

Samtlige selskaper som driver virksomhet er alle berørt av de makroomgivelser som påvirker PESTEL – analysen. Dette er politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold. Endringer i dette miljøet vil slå automatisk ut i Michael Porters fem krefter, noe som kan slå ut på selskapets vekst og konkurransevne. Det gjelder dermed å være svært endringsorientert til slike endringer i markedet for at vekst og likviditet skal kunne opprettholdes i selskapet. Ved å utføre en PESTEL-analyse vil det være enklere å belyse disse kritiske sidene ved selskapets makroomgivelser.

En PESTEL-analyse gir ofte grobunn for 4 generelle spørsmål; Hvordan blir vårt selskap påvirket av endringene i omgivelsene rundt oss? Hvilke faktorer er viktigst nå eller i fremtiden? Hvordan skal vi kunne møte utfordringene i fremtiden? Hvordan påvirker vår bedrift miljøet rundt oss?

Roos (et al. 2005) nevner hvilke forhold som påvirker et selskaps virksomhet.

Politiske forhold	Økonomiske forhold	Miljømessige forhold
Skattepolitikk	Valutafluktasjoner	Gjenvinningsmuligheter
Lønnspolitikk	Økonomisk konjunktur	Ansvarlighet
Plan - og bygningsreguleringer	Styringsrente	Holdning til miljø
Sosiokulturelle forhold	Teknologiske forhold	Juridiske forhold
Demografi	Fokus på energisparing	Miljøvernlovgivning
Holdninger til miljø	Nye innovasjoner	Konkurranselovgivning
Utdanningsnivå		Arbeidsreguleringer

Tabell 3: Forhold som påvirker et selskaps virksomhet (Roos et al. 2005)

2.5.1 Politiske forhold

Politiske forhold påvirker selskapet på grunnlag av hvilke betingelser myndighetene har lagt til grunn med tanke på selskapets omgivelser. En brå endring i Norges pengepolitikk vil kunne få store konsekvenser for selskaper i Norge. Dette vil dermed kunne slå ut på lønnsomheten.

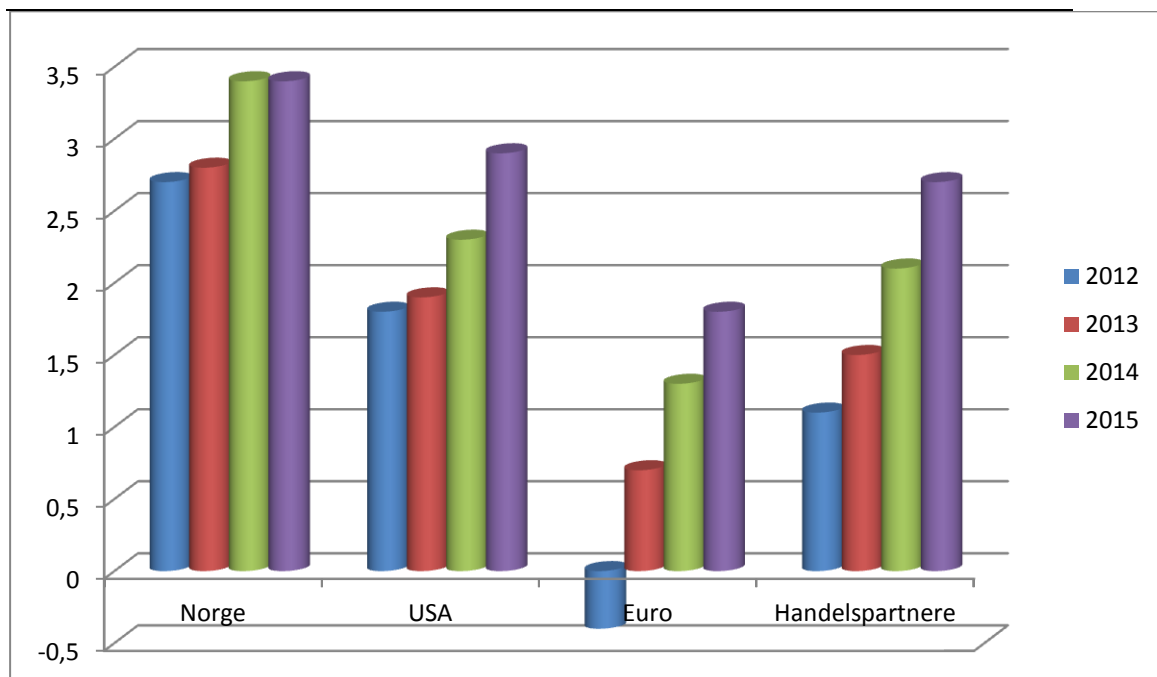
Politiske forhold i utlandet og i særlig grad Øst – Europa, vil også kunne påvirke utviklingen i BNP, renter og inflasjon. Siden TI er utsatt for utenlandsk arbeidskraft, vil utviklingen i utlandets lønnsnivå, jf. Øst- Europa, påvirke bunnlinjen negativt. I så måte vil også lønns og skattepolitikken i Norge være relevant for videre vekst. Kontantstrømmen påvirkes direkte av direkte skatter og avgifter. Om disse går opp og alt annet holdes konstant, vil dermed TI være mer konkurranseutsatt enn tidligere.

Plan og bygningsreguleringer i selskapets forretningsområde skaper automatisk et forventingspress til kontantstrømmen. Jo høyere byggeaktivitet, desto flere mulige prosjekter er det mulig å gi tilbud på. Man vil derfor være bedre rustet for å kunne velge i jobber enn om motsatte skulle skje, at byggenæringen svekkes.

2.5.2 Økonomiske forhold:

Selskapet har sitt hovedmarked i Trøndelag og omegn, men er også konkurransedyktig i Norge for øvrig. Den økonomiske utviklingen i Norge er derfor veldig viktig for fremtiden til TI. Som et resultat av finanskrisen i 2008 ble det betydelige svekkelser i selskapets inntjening årene etter. Finanskrisen ga dermed Trøndelag Isolering et tilbakefall, noe som kan ses i selskapets årsregnskap. 2010 endte med et underskudd på 229 TNOK.

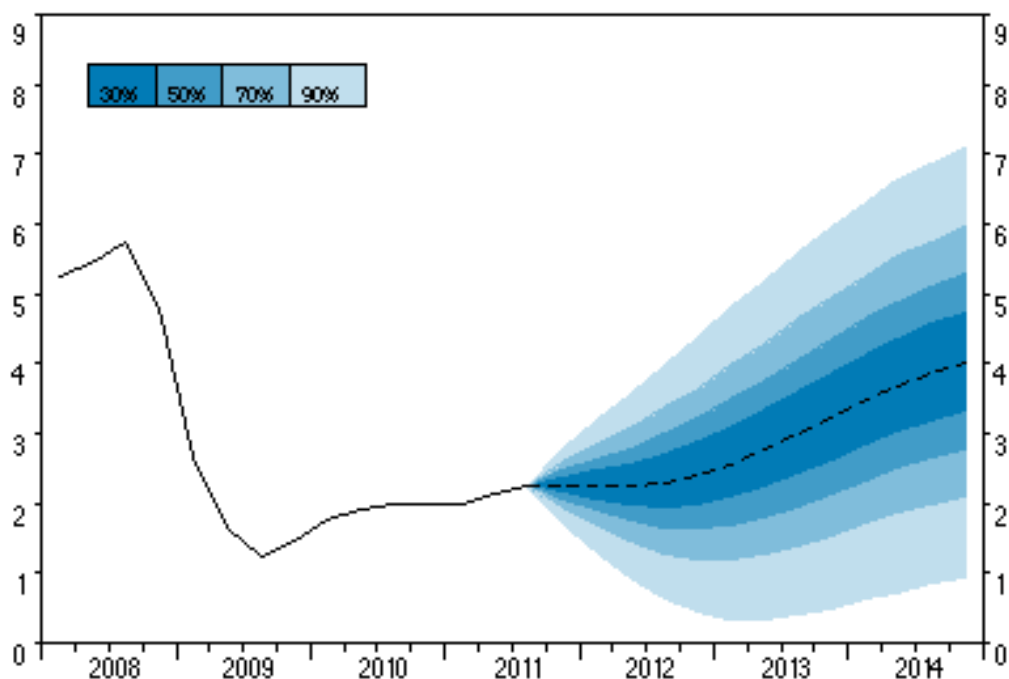
Årsaken til dette var i hovedsak svekkelse i den internasjonale økonomien, noe som igjen smittet over til byggenæringen i Norge. Prognoser om utvikling og BNP til Norge og verden for øvrig vil derfor være av stor betydning for selskapets forventede fremtidsutsikter. Etter 20 år med økonomisk vekst i Norge fikk vi i 2009 første år med fall (DnB NOR Markets, 2010)



Figur 5: Makroøkonomiske anslag i prognose for utvikling i BNP (SSB 2012)

Det opplyses om at figuren er selvkonstruert

I følge SSB sine anslag om utviklingen i BNP ser fremtiden positiv ut. Som søyle 1 viser vil Norge holde en jevn positiv utvikling i tiden fremover. Dette vil være lyse utsikter for selskaper etablert i Norge generelt. Om vi sammenligner med de andre grafene ser vi at veksten der vil være noe mer ekspansiv. Dette kan virke positivt for TI med tanke på selskapets lønnskostnader i fremtiden. Om utlandets BNP stiger mer enn i Norge, vil kronkursen svekkes og lønnsoppgjørene bli moderate. Mesteparten av omsetningen til TI er forbeholdt lønnskostnader. En reduksjon her vil virke positivt på bunnlinsen.



Figur 6: Anslag på styringsrenta i referansebanen for Norge (Norges Bank, 2012)

Som vi kan se av figuren kan vi med 90 % sannsynlighet anta at styringsrenta holder seg mellom 7 % og 1 % inn i 2014 og med 30 % sannsynlighet anta at renta holder seg mellom 3,5 % og 4,8 %.

Ved bruk av den aktuelle 30 % sannsynligheten, vil dette se økonomisk stabilt ut for selskaper som driver forretning i Norge. Vi ser dermed at det var ventet en svak utvikling i rentebanen fra 2011 til 2013. Videre ventes den å stige noe mer ut over 2014.

2.5.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold er enkelt forklart læren om utvikling om menneskets sosiale rammer for handling. I TIs tilfelle vil det være lønnsomt å undersøke hvilke prosjekter innenfor miljø som vil være lønnsomme i fremtiden. Dette handler også om hvordan verden forandrer seg. På grunn av at de sosiale og kulturelle forskjellene forandres med tiden vil det også være nødvendig med tilspasning innen ulike selskaper som berøres av dette.

Miljø og energisparing er ”inne” for tiden, og såfremt man driver virksomhet innenfor dette, må man følge utviklingen nøye.

Verden globaliseres og blir stadig et mindre sted å være. Man ser til stadighet tilfeller av urbaniseringer, noe som skaper store behov for bygg og anlegg, i tillegg til skole og offentlige institusjoner. Det settes hele tiden nye krav til energiforbruk i disse byggene, noe som er gunstig for TI på sikt. Gjennom høy tilflytning til

Trondheim, vil TI få muligheten til å utføre enda mer av sine tjenester på næringsbygg.

2.5.4 Teknologiske forhold

Teknologiske forhold er de forhold som påvirkes av forskning og utvikling. En slik utvikling kan føre til nye innovasjoner, nye handlingsmåter og nye kommunikasjonsprosesser. Det vil være viktig for enhver bedrift å være oppdatert på teknologifronten for å kunne henge med i utviklingen. Dersom TI klarer å investere i riktig produkt som er tilpasset den teknologiske utviklingen vil dette selvsagt være en fordel.

I de senere årene har det blitt større fokus på energisparing. Ettersom TI har et produkt som kan hjelpe selskaper å spare fyringsutgifter, vil et slikt fokus kunne generere etterspørsel. Eventuelle nye innovasjoner vil også kunne hjelpe TI med å spare kostnader, forbedre produktet eller komme med nye produkter.

2.5.5 Juridiske forhold

Ettersom lover og regler kan forandres, er det viktig for TI at de hele tiden er klare til å endre forutsetningene sine ved eventuelle endringer. Det er risiko forbundet med juridiske forhold, da det kan føre til utforutsette forandringer.

Ettersom det er stort fokus på miljø i Norge, er det stor sannsynlighet for at kravene til miljøvennlige bygg og anlegg vil bli strengere med tiden. Dette er en faktor som kan komme TI til gode, ettersom de har produkter som kan tilfredsstille dette. Konkurranselovgivning både i Norge og i utlandet er viktig for TI da de opplever sterk konkurranse fra Øst-Europa. Det har vært et problem for Trøndelag Isolering at billig arbeidskraft utkonkurrerer dem på pris, og de taper følgelig anbudskriger på dette. Ny konkurranselovgivning kan endre på dette, men slike forhold ligger utenfor selskapets kontroll, noe som gjør det vanskelig å trekke verken positive eller negative konklusjoner rundt dette.

Arbeidsreguleringer er de lovene som arbeidstakerne forholder seg til. Her finner man blant annet arbeidsmiljøloven, likestillingsloven, allmennaksjeloven, folketrygden og ferieloven. Dette er lover som vil kunne påvirke resultatet i bedriften, da de er totalt avhengig av ansatte for å kunne tilby tjenestene sine.

2.5.6 Miljømessige forhold

Klimaendringer, miljøskader og miljøbevissthet er noen av faktorene som påvirker bedrifter uansett bransje. Store variasjoner i klima kan gi store

svingninger innenfor energibruk hos næringsbygg. Jo større klimaendringer vi opplever, jo større krav stilles det til isolering av spesielt utvendige rør.

Dette forebygger blant annet rustangrep og gir i tillegg en energibesparelse som potensielt kan tjenes inn etter noen få år.

TI arbeider i en bransje som forurenses svært lite. Siden dette er i hovedsak en tjenestebedrift, vil ikke de små produksjonslokalene ha noen stor betydning.

Bilene går på diesel, og noe utslipp forekommer selvfølgelig. Dette er dermed ikke relevant siden andre også bruker slike fremkomstmidler i sitt arbeid.

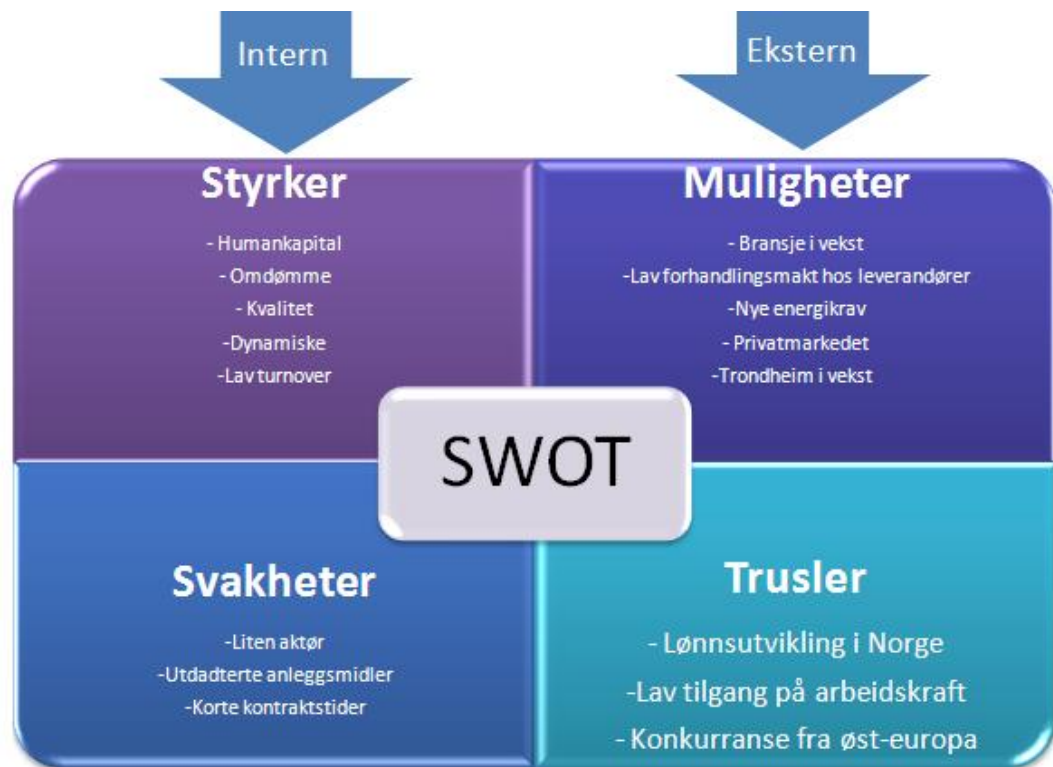
Ettersom TI jobber for miljø og energisparing, vil ikke fremtidens syn på miljøbevissthet sette restriksjoner på selskapets virkeområde. Dette vil heller tvert imot virke positivt.

Kunders holdninger til deres syn på energitenkning og besparelse, vil derfor kunne gi et konkurransefortrinn i fremtiden hos selskapet.

2.6 SWOT

En SWOT – analyse er en oppsummering av både den interne og den eksterne analysen foretatt tidligere i oppgaven.

Gjennom internanalysen har vi kommet frem til selskapets sterke og svake sider. Eksternanalysen gir svar på muligheter og trusler i markedet.



Figur 7: SWOT-analyse

2.6.1 Styrker

Ved å sammenlikne de analysene som er lagt til grunn ser man at omdømme og dynamikken i selskapet er styrker som skiller seg ut. Fra SVIMA-analysen ser vi at det er kun disse to elementene som karakteriseres som varige og beholdte fortrinn, men at merkenavnet, eller omdømmet om man vil, er den ubestridte styrken.

Som tidligere nevnt ser man en tendens til at arbeid utført av utenlandsk arbeidskraft ikke holder samme standard som norske oppdragsgivere forventer. Derfor blir TI ofte kontaktet for ettersyn av slikt arbeid, og man har over tid opparbeidet seg et omdømme for å levere solid kvalitetsarbeid. Dette anses naturligvis som en styrke for TI, men slik vi skriver det i SVIMA-analysen, er det ikke et fortrinn som er helt unikt.

Arbeidsstokken hos selskapet består stort sett av rutinerne fagarbeidere med flere års kompetanse og er oppsummert i en kompetanseanalyse som vedlegg til oppgaven.

Gitt fremtidsutsiktene for arbeidskraft i markedet må humankapitalen i selskapet betegnes som en stor ressurs. Som tidligere nevnt er det kun én lærling under opplæring, og Lisbeth Schjelde hos opplæringskontoret for blikk, tak, ventilasjon og vvs sier at fremtidsutsiktene ikke ser særlig bedre ut(2012).

Vi konkluderer ut ifra dette med at humankapitalen i selskapet bidrar til verdiskapning og er en stor ressurs for selskapet, gitt de forhold som hersker i markedet.

Gjennom samtaler med daglig leder Jostein Gjestad(2012) var det åpenbart for oss at han legger mye ære i å ta vare på sine ansatte. Dette gjenspeiles i det faktum at svært få slutter i selskapet, og de få som slutter gjør det av helt andre grunner enn mistriivsel. Dette mener vi er en styrke ettersom gode og motiverte ansatte bidrar til flere av de nevnte styrkene som f. eks kvalitet, omdømme og dynamikken i selskapet.

Selv om vi definerer humankapitalen som en styrke, betyr ikke dette at vi mener at det vil vedvare i all overskuelig fremtid, noe vi kommer tilbake til under trusler.

2.6.2 Svakheter

Trøndelag Isolering er en forholdsvis liten aktør i markedet, sett opp mot noen av deres større konkurrenter. Hva gjelder ”småjobber”, slik som reparasjoner, service etc. har de som kjent ikke mange konkurrenter, men om man ser på bransjen generelt, blir de ganske små i forhold.

Trøndelag Isolering har i gjennomsnitt de 10 siste årene omsatt for ca. 15,5 MNOK, mens selskap som f. eks Lafopa Industrier (Lafopa Industrier 2012) og Kaefer Construction (Kaefer Construction 2012) omsetter i gjennomsnitt for henholdsvis 70,9 MNOK og 89,6 MNOK.

Ser man TI i lys av slike selskap, forstår man at anbudskriger kan bli vanskelig å vinne, spesielt når flere selskap i bransjen tar i bruk rimelig arbeidskraft fra utlandet.

Etter besøk hos TIs lokaler på Ila i Trondheim, ser man raskt at flere av anleggsmidlene begynner å bli ”slitne”. Det er ikke dermed sagt at disse ikke fungerer like godt som nye, men vi antar at om en gitt periode må opptil flere av disse skiftes ut, noe som vil kreve forholdsvis store maskininvesteringer. Skulle dette inntreffe på et kritisk tidspunkt for bedriften, kan det få store økonomiske ringvirkninger for et selskap på denne størrelsen.

En annen svakhet kan finnes ved å se på kontraktstidene TI innehar. Flere av kontraktene kan karakteriseres som korttidskontrakter, og medfører ikke en jevn og forutsigbar kontantstrøm over tid.

Med andre ord må TI hele tiden være nøye oppdatert på hva som skjer i markedet, og det er viktig at man sikrer seg nye kontrakter fortløpende.

Hadde man klart å skaffe langvarige kontrakter, som igjen hadde bidratt til forutsigbarhet over tid, ville verdien på selskapet gått opp.

2.6.3 Trusler

Isolatørbransjen er som tidligere nevnt en noe utsatt bransje på ulike områder. Bl.a. sliter man med lav tilgang på arbeidskraft, og alle de fremtidsbekymringene dette medfører seg. Snittalderen på de ansatte i selskapet er i dag 44 år, så man har kompetente ansatte en god stund fremover. Samtidig skal man huske på at dette er et gjennomsnitt, og at det finnes ansatte som om ikke lenge vil gå av med pensjon. Det er i slike tilfeller det er grunn til bekymring. I vårt møte med opplæringskontoret, og lederen for utdanning innen blikk, tak, ventilasjon og vvs, Lisbeth Schjelde, fikk vi informasjon om at det kun er én lærling under utdanning, og at ingen hadde meldt sin interesse for opptak innværende vår. I fremtiden vil man sannsynligvis kunne få mangel på arbeidskraft og følgelig vil trusselen fra utenlandsk konkurranse øke.

Hva gjelder lønnsutviklingen i Norge mener vi at man bør se saken fra to sider, nemlig både fra arbeidstaker og arbeidsgivers side. For de som tar en slik utdanning er man i følge Lisbeth Schjelde(2012) hos opplæringskontoret garantert arbeid etter endt utdanning, og lønnsnivået ligger høyt i forhold til andre byggfag. Fra arbeidsgivers side betyr det at lønnskostnadene øker og man kan oppleve å

stille svakere i anbudskonkurranser. Selvfølgelig gjelder dette for samtlige firma, men de som leier inn utenlands arbeidskraft vil ikke støte på de samme trusslene. Trusselen fra utenlands arbeidskraft smelter litt sammen med de ovenstående punktene ettersom det er en gjenganger når man snakker om trusselbildet i bransjen. Utlendinger, og i all hovedsak østeuropeere er villige til å tilby den samme jobben, men til langt lavere timesatser. *Hvorfor norske oppdragsgivere fortsatt velger en slik løsning med tanke på kvalitet er vanskelig å si noe om, men man må akseptere situasjonen som den er* sier Jostein Gjestad(2012).

Som tidligere nevnt er ikke kvaliteten på utført arbeid like god som om man skulle brukt norsk arbeidskraft, og norske bedrifter taper fra tid til annen anbudskonkurranser på dette. Lisbeth Schjelde (2012) hos opplæringskontoret mener at man vil se en reduksjon i antall utenlandske arbeidere innen dette byggområdet, og at norske bedrifter igjen vil konkurrere på lik linje med hverandre. Tidshorisonten på uttalelsen mener hun det er vanskelig å fastsette, så oppgaven forholder seg til slik situasjonen er i dag.

Altså står vi fast ved at utenlandsk arbeidskraft er en trussel for Trøndelag Isolering, og at dette er en utfordring de kun kan komme til livs ved med å fortsette med å tilby topp kvalitet på det utførte arbeidet.

2.6.4 Muligheter

Trøndelag Isolering jobber innenfor en bransje som er i sterk vekst. Det settes stadig nye energikrav fra myndighetenes side. Dette medfører at omfanget av nybygg eller rehabiliteringsjobber til stadighet øker. Det er ikke lenger de største aktørene som er aktuelle innenfor denne bransjen, men også de mindre. Energi og miljø er noe som myndighetene prioriterer høyt, og det vil med stor sannsynlighet ikke bli noen nedgang innenfor dette med det første.

Andre muligheter som TI kan se etter, kan være privatmarkedet. Fra 1. juli 2010 kom det nye krav om energimerking på nybygg over 40kvm(Forbrukerportalen 2010), noe som skaper økt fokus rundt private boliger og institusjoner. Dette bidrar til å skape et nytt marked for flere aktører. Dette kan sees på som positivt fra også TI sin side.

Som et resultat av at Trondheim og omegn generelt er i vekst, dvs. en nettoøkning på 3739 innbyggere i gjennomsnitt de 4 siste år (Statistisk sentralbyrå 2012), vil også konkurransen øke, noe som ansees som en mulighet, da selskapet allerede er etablert og innehar den kompetansen som trengs. Om vi ser på leverandørsiden er

det også flere aktører. Det betyr at konkurransen blant dem er tøff, noe som resulterer i lavere priser til kundene sine, deriblant TI.

3. Verdsettelsesteori

Det finnes to forskjellige hovedgrupper av modeller man kan benytte for å verdivurdere et selskap: inntjeningsbaserte modeller og balansebaserte modeller. I denne oppgaven vil vi anvende de inntjeningsbaserte modellene av flere årsaker. For det første får man en noe grundigere vurdering av selskapet, samtidig som det er vanlig praksis å benytte inntjeningsbaserte modeller såfremt selskapet skal opprettholde driften.

3.1 Balansebaserte modeller

Disse metodene tar utgangspunkt i en verdsettelse av selskapets eiendeler fratrukket gjeld og eventuelt utsatt skatt (Boye og Dahl 1997, 12).

Balansebasert metode blir ofte brukt ved avvikling av selskap, men blir også benyttet av enkelte bransjer hvor det finnes andrehåndsmarkeder som for eksempel finans og shipping.

3.1.1 Likvidasjonsverdi

Denne verdien oppnås ved å legge til de estimerte salgsinntektene som kommer fra eiendelene som eies av selskapet (Damodaran 2002, 21).

Utgangspunktet for verdien finner man i bokført egenkapital i henhold til den siste tilgjengelige balansen. Denne må imidlertid korrigeres for differansen mellom bokførte verdier og realisjonsverdier for eiendeler og gjeld (Boye og Dahl 1997, 19).

Normalt sett brukes denne metoden ved oppkjøp eller konkurs, og man vil derfor benytte den laveste teoretiske verdien som eieren aksepterer.

3.1.2 Substansverdi

Substansverdien av egenkapitalen er definert som markedsverdien av eiendelene fratrukket gjeld inkl. latent skattegjeld når dette er relevant (Boye og Dahl 1997, 13). Dette er forutsatt at bedriften vurderes som et "going concern". Om det ikke finnes eksisterende aktive markeder for selskapets eiendeler er det vanlig å erstatte med gjenskaffelsesverdier for eiendelene justert for aldring og annen verdiforringelse.

Substansverdien baserer seg på siste tilgjengelige balanse på

verdsettelsestidspunktet. Denne korrigeres for mer- og mindreverdier i selskapets eiendeler og gjeld i følge Boye og Dahl (1997, 13). Substansverdiberegning kan være et nyttig supplement til andre verdiberegninger (Boye og Dahl 1997, 19).

3.2 *Inntjeningsbaserte modeller*

Ved bruk av inntjeningsbaserte modeller, estimerer man selskapets verdi ved å se på fremtidig inntjening. Dette er altså det motsatte av hva en balansebasert modell gjør. Oppgaven ser nærmere på følgende tre metoder for inntjeningsbasert verdsetting.

3.2.1 *Dividendemodeller*

Historisk sett har dividendemodeller stort sett vært brukt i USA ved verdsetting, noe som kan ha sammenheng med en annen utbyttepolitikk enn hva man tidligere har ført i Norge. I følge Dahl et. al (1997, 20) er denne trenden i ferd med å snu, og derfor blir dividendemodeller nå tatt i bruk her hjemme også.

Dividendemodellene finner verdien pr. aksje med tanke på det utbyttet selskapets aksjonærer mottar.

I følge teorien kan verdien av en aksje / egenkapitalen beregnes slik:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Hvor:

P_0 = aksjens verdi, evt verdien av selskapets egenkapital

$t = 1$ = fra periode 1

∞ = uendelig

D_t = forventet dividende pr. aksje i år t

k = avkastningskravet

Ettersom det kan være både tidkrevende og utfordrende, er det få som prognostiserer dividenden for en aksje i all fremtid. Derfor forenkles denne modellen ofte, og man benytter det som kalles Gordons formel.

Denne formelen gjør at man kan forutsette at dividenden vil øke med samme prosentsats pr. år i all fremtid.

Formelen vil da se slik ut:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

hvor:

$P_0 = \text{terminalverdi}$

$D_1 = \text{verdi siste prognoseår}$

$g = \text{evig vekstfaktor}$

(Dahl et. al 1997, 20)

3.2.2 Multiplikatormodeller

Den vanligste multiplikatoren er Price/Earning. P/E metoden er en relativ verdivurdering, og man sammenlikner ofte disse tallene med selskaper som driver en noenlunde liknende virksomhet.

Det hører med til historien at P/E forholdet som regel beregnes for børsnoterte selskaper, men slik Dahl et.al (1997) sier det, prises ofte ikke-børsnoterte selskaper 30-40 % lavere.

Følgende formel viser hvordan en beregner P/E:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Resultat pr. aksje}} = \frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Årsresultat}}$$

EV/EBITDA er en verdsettelsesmultiplikator som kan brukes både sammen med, og som et alternativ til det allerede nevnte P/E-forholdet.

EV står for Enterprice Value, mens EBITDA står for Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation og Amortization.

Multiplikatoren har vært mye brukt pga. at den ikke påvirkes av ulike avskriningspraksiser hos forskjellige selskap. Når man samtidig vet at modellen ikke påvirkes av hvordan selskapet er finansiert, ser man at den gir et godt sammenlikningsgrunnlag.

EV beregnes slik:

Enterprice Value = Verdi EK + rentebærende gjeld – finansielle plasseringer
(Damodaran, 2006)

3.2.3 Kontantstrømsbaserte modeller

En kontantstrøm er summen av nåverdien av alle fremtidige kontantoverskudd, positive og negative for selskapet.(Boye og Meyer 2008, 51). Det som gir en bedrift verdi, er de kontantoverskudd den vil generere. Derfor bør man beregne og diskontere overskudd når man har ressurser til dette (Boye og Meyer 2008, 124). Verdiberegningene beregnes på grunnlag av de underliggende verdidriverne i selskapet, og ettersom dette er det som gir en bedrift verdi er kontantstrømsbaserte modeller svært populære.

De to vanligste kontantstrømsbaserte metodene er den total kapitalbaserte (FCFF) og den egenkapitalbaserte (FCFE). Det finnes også alternative metoder som f. eks superprofitt (EVA). Regnskapshistorikken utgjør grunnlaget for vurderingen, og det er vanlig å bruke normalisert regnskap fra ca. fire år tilbake avhengig av selskapet som skal vurderes. For å kunne utføre disse metodene må man utvikle et anslag for fremtidig utvikling av bedriften, omsetningsutvikling, kostnader osv. Med andre ord lager man en modell som ser fremover i tid og gir et estimat for fremtidig årsregnskap, balanse og kontantstrøm. Hvor lang tid man ønsker å se frem i tid er avhengig av selskapet men en lengre tidshorisont gir følgelig større risiko. Utrechnet kontantoverskudd per år må diskonteres med en diskonteringsfaktor, dvs. avkastningskrav, og dermed får man en antatt nåverdi (Boye og Meyer 2008, 51).

Egenkapitalmetoden

I følge Boye og Meyer (2008, 141) blir egenkapitalmetoden ofte tatt i bruk når man skal verdivurdere banker og livsforsikringselskaper, bl.a. på grunnlag av at disse bransjene ofte har stabil egenkapitalandel

Metoden kan også være nyttig dersom eieren av et selskap skal selge til ansatte eller familie. Årsaken til dette er at egenkapitalmetoden gir uttrykk for kontantstrømmen til egenkapitalen etter kostnader forbinde med gjeldsbetjening. Den finner altså kontantoverskuddet til egenkapitalen, som beregnes slik.

Resultat etter skatt

+ Avskrivninger

- Anleggsinvesteringer

- Økning i omsetningsavhengige omløpsmidler

+ Økning i omsetningsavhengig kortsiktig gjeld

+ Økning rentebærende gjeld (Leverandørgjeld, skyldig lønn, mva. osv.)

= Kontantoverskudd til egenkapitalen

(Boye og Meyer 2008, 125)

Årsaken til at avskrivninger er lagt til resultatet, er på grunnlag av at avskrivninger ikke fører til kontantutbetalinger. Anleggsmidler er trukket fra på grunnlag av at de fører til utbetalinger som ikke er tatt hensyn til ved beregning av resultatet. Økning i omsetningsavhengig kortsiktig gjeld må trekkes fra ettersom en

reduksjon på denne posten vil føre til frigjøring av kapital, mens økningen i omsetningsavhengig kortsiktig gjeld legges til fordi en økning vil føre til en positiv kontantstrømseffekt. Til slutt må man legge til økningen av rentebærende gjeld, ettersom økningen fører til en kontantstrømseffekt som ikke er beregnet inn i resultatet (Boye og Meyer 2008, 124).

Totalkapitalmetoden

Det som gjør totalkapitalen spesiell, er at den tar utgangspunkt i driftsresultatet etter skatt. I tillegg til dette er også endringen i rentebærende gjeld utelatt. Man får dermed et syn på bedriftens kontantoverskudd som om selskapet utelukkende er finansiert med egne midler, dvs. egenkapital (Boye og Meyer 2008, 136). Kontantoverskuddet til totalkapitalen kan beregnes på denne måten:

Driftsresultat

- Skatt (28 %)

= Driftsresultat etter skatt (NOPLAT)

+ Avskrivninger

- Anleggsinvesteringer

- Økning i omsetningsavhengige omløpsmidler

+ Økning i omsetningsavhengig kortsiktig gjeld

= Kontantoverskudd til totalkapitalen

Det er altså ikke alt for store endringer fra egenkapitalmetoden. Man beregner kontantoverskuddet til kapitallyterne, inkludert lånegiverne, etter skatt. Man tar også hensyn til fradragsretten for rentekostnader ved å ta med lånerenten etter skatt når man beregner diskonteringsfaktoren til totalkapitalen. Man kan også beregne kontantoverskuddene ved å ta utgangspunkt i driftsresultatet etter skatt og redusere med økning i rentebærende gjeld og egenkapital i følge Boye og Meyer (2008, 137).

Driftsresultat etter skatt – Økning EK – Rentebærende gjeld = Kontantoverskudd til TK

Superprofitt (EVA)

EVA dvs. Economic Value Added-metoden blir ofte sett som et alternativ til egenkapitalmetoden. Ved å ta i bruk denne metoden kan man beregne verdien av egenkapitalen ved å ta utgangspunkt i bokført verdi for egenkapitalen som legges til nåverdien av fremtidige superprofitter. Disse superprofittene kan man beregne ved å redusere de budsjetterte resultatene med kostnadene knyttet til egenkapitalen. Formelen for beregningen er som følgende: (Boye og Meyer, 2008 s134)

$$EVA = \text{Bokført verdi for egenkapitalen} + \sum \frac{\text{Superprofitt}}{(1 + k)^t}$$

Dersom man forventer at avkastning av bokført verdi av egenkapitalen og at fremtidige superprofitter er 0, skal verdien av egenkapitalen være lik bokført egenkapital. Dersom man estimerer at det vil være superprofitter fremover, vil man få goodwill og dermed høyere verdi. Den vil derfor også være lavere dersom man forventer en lavere avkastning av bokført egenkapital enn avkastningskravet. (Boye og Meyer, 2008 s134) Superprofitten kan beregnes slik:

$$\text{Superprofitt} = \text{Resultat etter skatt} - \text{Krav til avkastning av egenkapitalen}$$

3.3 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Kapitalverdimodellen, eller Capital Asset Pricing-modellen illustrerer avkastningen til egenkapitalen. Modellen ble konstruert på 1960 – tallet, og den gang var ikke slike modeller så mye brukt, noe som gjorde det vanskeligere å forstå sammenhengen. CAPM forutsetter en verden hvor investor er risikoavers. Det vil si at forventet avkastning på et investeringsprosjekt er summen av risikofri rente og en risikopremie som varierer med objektets markedsrisiko.

Den matematiske fremstillingen er slik:

$$K_e = R_f * s^* + \beta_E * [E(r_m) - R_f * s^*]$$

hvor:

$$K_e = \text{avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM)}$$

$$R_f = \text{risikofri rente}$$

$$\beta_E = \text{egenkapitalbeta}$$

$$E(r_m) = \text{forventet avkastning ved investering i markedsporteføljen}$$

$$s^* = \text{skattefaktor}$$

For å forstå hva som menes med en risikopremie kan man se til Gjesdal og Johnsen (1999, 36) ”Markedets risikopremie (MP) uttrykker forventet meravkastning for en aksje med representativ risiko og markedslikviditet. For

mindre likvide aksjer, og i særdeleshet for ikke-børsnoterte aksjer, kan det derfor være aktuelt å justere opp et betabasert egenkapitalkrav med likviditetspremie.” De samme forfatterne sier også at premien ofte ligger et sted mellom 2-5 %, avhengig av selskapets størrelsesorden.

Risikofri rente (R_f)

Kapitalverdimodellen forutsetter at investor har en én-periodisk investeringshorisont, vanligvis opptil ett år. Det vil si at man legger ettårig statsrente til grunn til den risikofrie renten. Risikofri rente er med andre ord den ”sikre” avkastningen man går glipp av ved å investere i et prosjekt. Man kunne alternativt valgt og ha pengene i banken og få en trygg avkastning der. Ved vurdering av lange investeringsprosjekter må det legges inn en noe lengre tidshorisont. Dette kan være opptil tiårige statsrenter. Norwegian Inter Bank Offering Rate (NIBOR) kan også brukes som risikofri rente. Dette er renten på lån bankene seg imellom, noe som kalles interbankmarkedet. Selve lengden på renten kan variere noe, men det vil være nærliggende å bruke 3 måneders NIBOR.

Markedets risikopremie $E(r_m) - r_f$

Markedets risikopremie defineres som den risikoen investor er villig til å påta seg. Med andre ord den kompensasjonen investor forlanger ved å investere i et prosjekt eller selskap.

3.4 Valg av metode

“The problem in valuation is not that there are not enough models for valuation; it is that there are too many” –Damodaran

Den korrekte metoden for beregning av et selskaps verdi, er den metoden som er kalt den kontantstrømsbaserte metoden. Dette er på grunnlag av at verdien til et selskap ligger i selskapets fremtidige kontantoverskudd.

Kontantstrømsbasert metode er ikke dermed sagt en perfekt metode, ettersom det er vanskelig å budsjettere kontantoverskuddene. I tillegg kan det også være svært tidkrevende og kostbart, samt at det ofte kan være problemer med å samle inn den informasjonen man trenger for å foreta beregningene. Dermed blir man nødt til å ta i bruk enklere metoder der det ikke er mulig å foreta gode

kontantoverskuddsberegninger (Boye og Dahl 2007, 37)

Denne oppgaven vil foreta verdivurderingen ved hjelp av forskjellige metoder, ettersom man da får belyst problemstillingen på forskjellige måter og sannsynligheten for at verdien blir korrekt øker. I tillegg har vi interesse av å se verdiforskjellen som vil oppstå ved å ta i bruk ulike verdsettelsesmetoder.

Som nevnt tidligere, skal vi verdivurdere Trøndelag Isolering som et ”going concern”. Det vil derfor være naturlig å ta i bruk inntjeningsbaserte modeller som et utgangspunkt for beregningen. Ettersom Trøndelag Isolerings verdi er totalt avhengig av selskapets evne til å skape netto kontantstrøm til eier, vil kontantstrømsbaserte modeller være svært relevant, og oppgaven vil bruke disse modellene i beregningen.

En utfordring med denne modellen vil derimot være å skaffe så korrekte data som mulig, samt at verdien av nøkkelpersoner og humankapital fort kan bli oversett. Desto dårligere tilgang man har til bedriftsdata, desto enklere verdiberegningsmetoder må man benytte sier Boye og Dahl (2007, 37)

Oppgaven vil derfor – i tillegg til total kapitalmetoden og egenkapitalmetoden – ta i bruk superprofitt for å beregne verdien av selskapet. Dette på grunnlag av at superprofitt er godt egnet som modell for å fastsette humankapitalen i selskapet. Ettersom det finnes gode tall fra regnskapet flere år tilbake i tid, og vi har god kontakt med eier av selskapet, vil vi ta for oss total kapitalmetoden i oppgaven. Siden vi også ønsker å belyse finansieringsstrukturen vil også egenkapitalmetoden brukes.

Da vi ikke har tilstrekkelig P/E tall for bransjen, velger vi ikke å ta i bruk denne metoden ettersom det ville ført til mye synsing, og dermed blitt lite konkret.

Dividendemodellen blir som kjent ofte tatt i bruk dersom selskapet er børsnotert, og når selskapet deler ut betydelige mengder av sitt overskudd i utbytte.

Ettersom strategidelen viser at sannsynligheten for utbyttebetaling er lav, velger vi å utelate dividendemodellen fra oppgaven.

4. Regnskapsanalyse

I denne delen av oppgaven vil vi gå nærmere inn i regnskapet til Trøndelag Isolering for å kunne måle ulike elementer som kan si noe om hvordan situasjon bedriften befinner seg i. Vi vil analysere soliditeten, lønnsomheten og likviditeten til selskapet, og sammenligne dette med bransjen de befinner seg i. Tallene vi har brukt som bransjetall er beregnet fra et gjennomsnitt av en rekke utvalgte

selskaper i VVS, anlegg - og byggebransjen i Trondheimsområdet slik som for eksempel Basis Bygg AS, OPAK AS og LC Produktion AS.

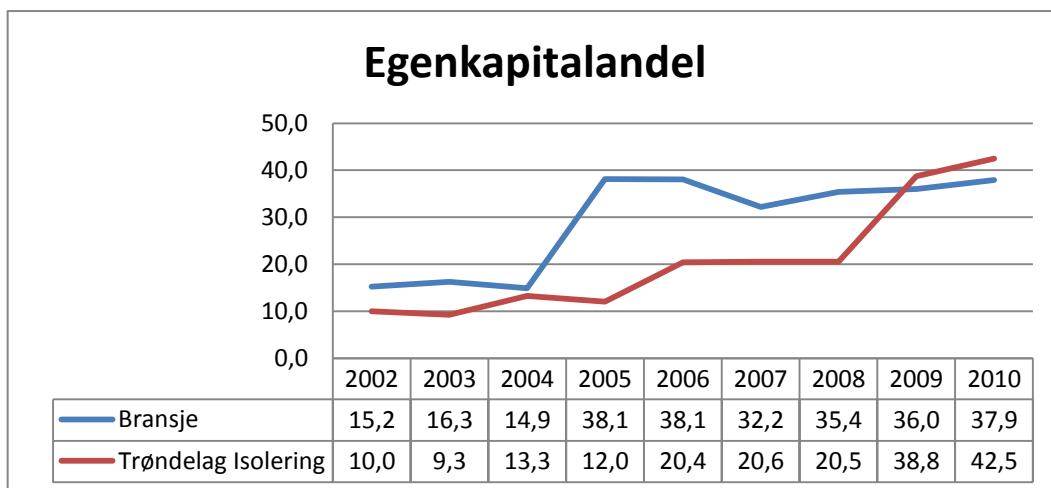
Tallene vi har brukt er fra 2002 til 2010 for å kunne si noe om historien i selskapet og bransjen for øvrig.

4.1 Soliditetsanalyse

En soliditetsanalyse skal belyse selskapets overlevelsessevner ved eventuelle fremtidige økonomiske tap og utfordringer. Egenkapitalprosenten er et viktig nøkkeltall i denne sammenhengen, da denne gir et bilde på hvordan finansieringsgrunnlaget er. Dersom bedriften er solid vil de ha mulighet til å redusere egenkapitalen uten store problemer. Dersom bedriften har mulighet til å redusere egenkapitalen vil de være mer motstandsdyktig mot eventuell konkurs.

4.1.1 Egenkapitalandel

Om vi deler egenkapitalen på totalkapitalen ser vi hvor mye av totalkapitalen som består av egenkapitalen i prosent. Dette tallet sier noe om hvor mye tap bedriften tåler før det går ut over kreditorene. Det er dermed viktig å ha en høy egenkapitalprosent for å kunne stå i mot konjunktursvingninger og uforutsette hendelser. Nedenfor er grafen som viser utviklingen siden 2002:



Figur 8: Egenkapitalandel for Trøndelag Isolering

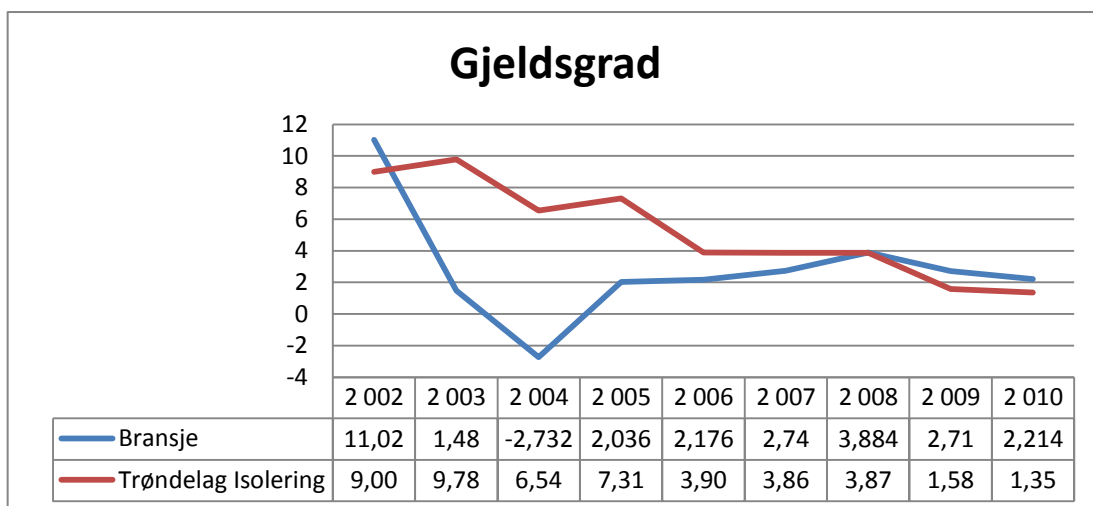
$$\text{Egenkapitalandel i prosent} = \frac{\text{Egenkapital} * 100 \%}{\text{Totalkapital}}$$

Gjennomsnittet for disse årene ligger på 20,8 % for Trøndelag Isolering mens det ligger på 29,3 % for bransjen, men som grafen viser har den steget betydelig de siste årene og selskapet har dermed blitt en hel del mer solid ettersom resultatet har blitt tilført egenkapitalen. Dette kommer av at det ikke har blitt tatt ut like mye

utbytte som det ble gjort tidligere. Jostein Gjestad(2012) sier at det ikke er planlagt utbytte de nærmeste årene, men at det mulig det kan bli utbyttebetalinger dersom økonomien snur til det bedre. Det er vanlig at man anser en egenkapital på over 30 % som god. Selv om konkurrentene har et høyere snitt enn 20,8 %, slik som Trøndelag Isolering har å vise til, er bransjen lite kapitalintensiv og man vil ikke nødvendigvis behøve høyere snitt.

4.1.2 Gjeldsgrad

Dersom vi ser på gjeldsgraden til selskapet finner vi forholdet mellom kapitalen som er finansiert av eier og kapital som er finansiert av kreditor. Man kan si at dersom gjeldsgraden reduseres, vil selskapets soliditet øke. Det er ikke dermed sagt at man bør redusere gjeldsgraden for en hver pris, ettersom dette kan øke finanskostnadene. Nedenfor er grafen som viser utviklingen siden 2002:



Figur 9: Gjeldsgrad for Trøndelag Isolering

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$

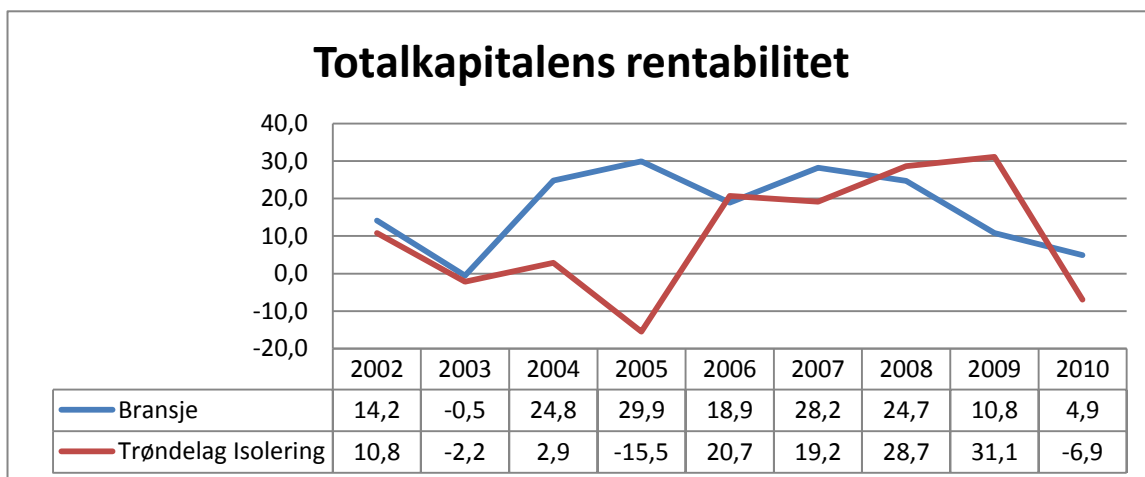
Som vi ser av grafen har gjeldsgraden sunket de siste årene fra hele 9 til 1,35 i 2010. Dette fører til at selskapet er bedre rustet til å tåle store tap i forhold til tidligere år. Bransjen har også hatt en nedgang fra 2002, men man kan si at Trøndelag Isolering har klart å gjøre det bedre de siste årene etter at de hadde en noe høy gjeldsgrad fra 2008 og tidligere. Snittet for bransjen og Trøndelag Isolering er relativt ulikt med henholdsvis 2,84 % og 5,24 %, men som nevnt har Trøndelag Isolering hatt en nedgang de siste årene og forbedret soliditeten sin til bedre enn bransjen.

4.2 Lønnsomhetsanalyse

For å belyse et selskaps evne til å tjene penger på finansieringen som er lagt til grunn, er det nødvendig med en analyse av lønnsomheten i selskapet. En slik analyse belyser hvor god avkastning man kan få i forhold til investeringen som er gjort i selskapet. Vi vil derfor beregne total kapitalrentabiliteten, egen kapitalrentabiliteten, driftsmarginen samt overskuddsgraden og sammenligne med bransjen for å kunne se hvordan de ligger an i forhold til andre.

4.2.1 Total kapitalrentabilitet

Rentabiliteten til total kapitalen forteller oss hva selskapet skaper av avkastning i forhold til kapitalen som finnes i selskapet. Målet er ikke avhengig av hvordan finansieringsstrukturen er, og mange bruker total kapitalrentabiliteten som et mål på hvor godt selskapet drives. Nedenfor er grafen som viser utviklingen siden 2002:



Figur 10: Total kapitalrentabilitet for Trøndelag Isolering

$$\text{Total kapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) * 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

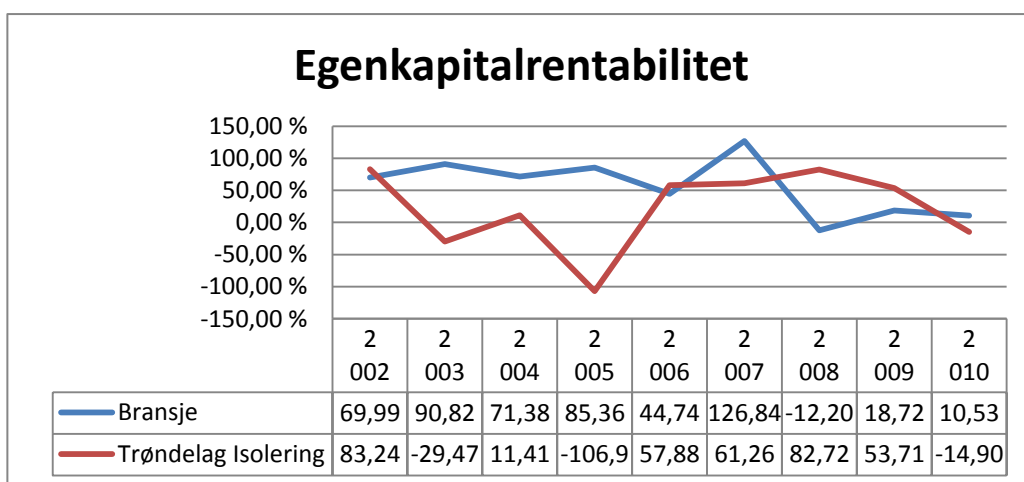
Som vi ser av grafen er det en viss korrelasjon mellom Trøndelag Isolering og bransjen, med unntak av 2004 og 2005. Disse to årene var to dårlige år for Trøndelag Isolering grunnet betalingsproblemer hos en viktig kunde.

I løpet av perioden har Trøndelag Isolering gått fra bunnotering på -15,5 % i 2005 til 31,1 % i 2009. Det kan se ut som om det er en synkende trend i bransjen da de er en nedgang siden 2007. Dersom vi ser på gjennomsnittet ser vi at bransjen ligger på 17,3 %, mens Trøndelag Isolering har et snitt på 9,8 %. Grunnet problemene i 2005 er det rimelig å tro at differansen på dette snittet ikke er et godt

mål frem i tid og at det vil normalisere seg. Dersom vi tar snittet fra 2006 til 2010 ser vi at bransjen ligger på 18,5 % mens Trøndelag Isolering er på 17,5 %.

4.2.2 Egenkapitalrentabilitet etter skatt

I motsetning til total Kapitalrentabiliteten som tar for seg hele total kapitalen ser egenkapitalrentabiliteten på hvilken avkastning eierene får på investert kapital. Årsaken til at vi beregner etter skatt kommer av at vi ønsker å se på hvor mye som faktisk eieren sitter igjen med etter at skatten trekkes fra. Nedenfor er grafen som viser utviklingen siden 2002:



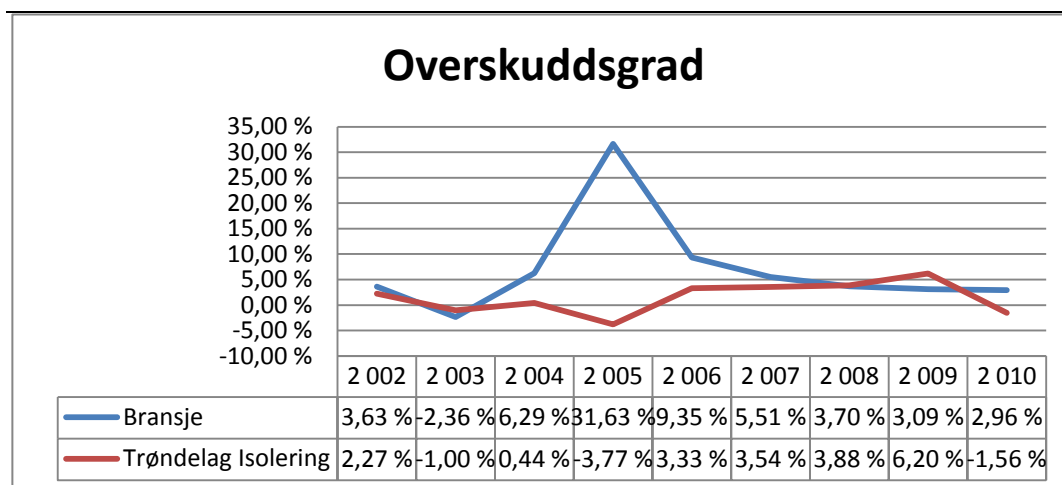
Figur 11: Egenkapitalrentabilitet for Trøndelag Isolering

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Årsresultat} * 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Som vi ser av grafen har Trøndelag Isolering ligget under bransjen frem til 2006. Snittet til bransjen er på 56,24 % og Trøndelag Isolering har 22,1 % rentabilitet. Dersom vi fjerner det unormale 2005-året fra snittet, havner Trøndelag Isolering på 38,23 %, og man kan si at lønnsomheten ikke har vært like god som bransjen generelt. Årsaken til at egenkapitalrentabiliteten er høyere enn total Kapitalrentabiliteten kommer av at inntektene har overgått lånekostnadene.

4.2.3 Overskuddsgrad

Overskuddsgraden er et mål på hvor mye hver krone genererer i overskudd når alle kostnadene er betalt. Vi har valgt å lage en grafisk oversikt på overskuddsgraden da den er med på å danne et overblikk på lønnsomheten til selskapet. Nedenfor er grafen som viser utviklingen siden 2002:



Figur 12: Overskuddsgrad for Trøndelag Isolering

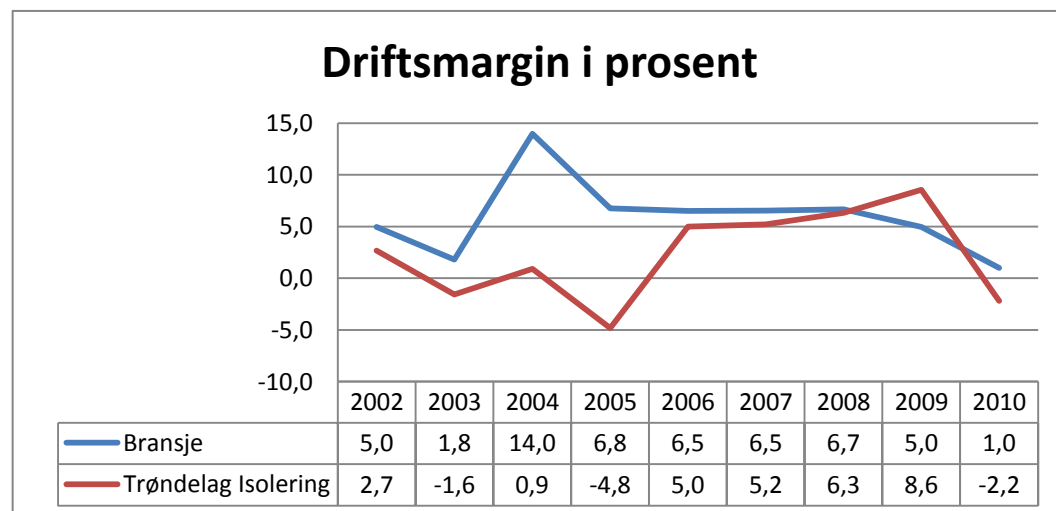
$$\text{Overskuddsgrad} = \frac{\text{Årsresultat}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Som vi ser av grafen følger Trøndelag Isolering og bransjen hverandre ganske likt. Dette er selvsagt med unntak av 2005 der Trøndelag Isolering hadde et unormalt dårlig år mens et av selskapene vi sammenlignet med hadde et eventyrlig år. Dette dro snittet kraftig opp, men også uten dette selskapet er overskuddsgraden høy for bransjen. Dersom vi ikke tar med 2005 i beregningen for gjennomsnittet får vi et snitt for Trøndelag Isolering på 2,14 % og bransjen på 4 %.

4.2.4 Driftsmargin

For å se på hva selskapet tjener på driften før de finansielle postene i regnskapet regner vi ut en driftsmargin i prosent.

Dette gjør vi for å se hvor stor margin de har etter å ha sett driftsresultatet i forhold til driftsinntektene.



Figur 13: Driftsmargin i prosent for Trøndelag Isolering

$$\text{Driftsmargin i prosent} = \frac{\text{Driftsresultat} * 100 \%}{\text{Driftsinntekter}}$$

Som vi ser er Trøndelag Isolering relativt lik bransjen med unntak av 2004 og 2005. Selskapet har kun ”slått” bransjen i ett år, altså 2009, og har et betydelig lavere snitt med 2,2 % for TI og 5,9 % for bransjen. Dersom vi tar snittet av hvert enkelt selskap ser vi at Trøndelag Isolering har det laveste av alle. Dersom vi fjerner 2005 fra Trøndelag Isolering sitt snitt ser vi at snittet stiger til 3,1 %, men det er likevel lavt i forhold til bransjen. De dårlige tallene kommer av at Trøndelag Isolering har hatt dårlige år i de årene som relativt sett var gode for bransjen, og dermed gått glipp av muligheten som lå her.

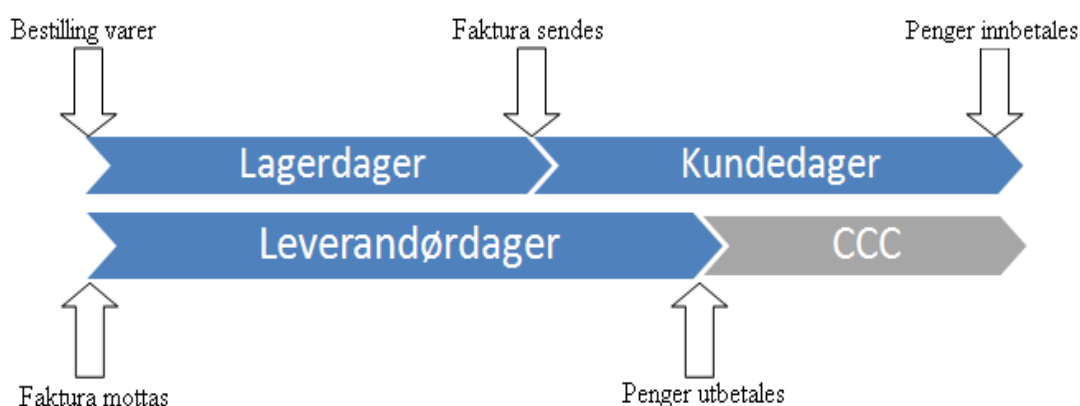
4.3 Cash Conversion Cycle (CCC)

Med Cash Conversion Cycle menes den perioden man selv må finansiere arbeidskapitalen når man ser på perioden fra man bestiller varer, til varene er betalt i sin helhet av sluttkunden.

Det er mange forhold som påvirker et selskaps CCC. Alt fra hvilke leverandør- og kundeavtaler man har med tanke på kredittid, hvor dyktig økonomiavdelingen er til å følge opp utsendte faktura, samt generelle svinginger i bransjen.

Dessuten er CCC en svært informativ prestasjonsmåling ettersom det er enklere å forstå delkomponentene i beregningen sett opp mot måltall som f. eks likviditetsgradene man ofte opererer med.

Figuren under viser en grafisk fremstilling av punktene som gir utslag på CCC.



Figur 14: Grafisk fremstilling av CCC

Med antall lagerdager menes det hvor mange dager en vare ligger på lager før den blir sendt ut til kunden. Når varen sendes ut mottar kunden fakturaen, og antall kundedager blir naturligvis de dagene det tar før kunden betaler fakturaen.

Antall leverandørdager går ut på hvor mange dager det tar fra selskapet mottar fakturaen for de bestilte varene, og helt til de betales. CCC blir altså de resterende dagene hvor man som sagt må finansiere arbeidskapitalen selv.

Svakheten ved modellen er at den likestiller antall lagerdager, antall kundedager og antall leverandørdager med hensyn på likviditet. Det er mulig å justere for dette, men med tanke på oppgavens omfang velger vi utelate dette.

CCC er en forholdsvis omfattende beregning, og beregningen, samt formlene for utregning vil ligge som vedlegg til oppgaven. Tabellen under viser oppgavens beregning av CCC for Trøndelag Isolering, samt et bransjegjennomsnitt for 4 forskjellige selskaper.

Årsaken til de store svingningene i CCC for bransjen kan forklares med at noen av de utvalgte selskapene for bransjesnittet har store variasjoner ifm. både kunde, lager og leverandørdager.

Da det er vanskelig å finne selskaper som opererer i forholdsvis like markeder velger vi og allikevel ta alle selskapene som opprinnelig var tiltenkt med i beregningen. Dette for å få en viss bredde slik at gjennomsnittet blir basert på flere selskaper.

Den generelle formelen for CCC er som følger:

$$CCC = \text{Ant. kundedager} + \text{Ant. lagerdager} - \text{Ant. leverandørdager}$$

Det må foretas en rekke beregninger for å komme frem til disse tallene, og de ligger som kjent i vedlegget til oppgaven.

Som tidligere nevnt er det store svingninger i bransjesnittet, men hvis man ser litt på den generelle tendensen så ser man at CCC er forholdsvis lav for bransjen over tid, med et gjennomsnitt på 19,91 dager. Dette viser at bransjen som helhet har en god økonomistyring, og at man har forhandlet frem gode avtaler både med hensyn på leverandører og kunder.

Ettersom mye av konkurransen foregår gjennom anbudskonkurranser, er det naturlig at man opplever slike svingninger ettersom varer kan bli liggende lenge på lager, og at dette derfor påvirker hele prosessen. Oppsummert kan man si at dette er en bransje hvor man kan forvente at CCC svinger mye, og at tallet i enkelte tilfeller kan være høyere enn i ”normale” bransjer.

For TI ligger dette gjennomsnittet på 71,81 dager, men kan ikke karakteriseres som unormalt høyt. Dette vitner om at økonomistyring er noe TI setter fokus på, og at man følger opp alle ledd slik at man slipper å finansiere store deler av prosessen selv.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
CCC Bransje	73,04	-73,82	65,39	12,74	27,9	102,7	11,95	-24,24	-16,41
CCC Trøndelag Isolering	79,52	113,81	76,60	83,54	63,78	68,56	42,75	55,17	62,59

Tabell 4: CCC for Trøndelag Isolering og bransjen

4.4 Konklusjon av regnskapsanalysen

Likviditeten	Likviditet bedre seneste år	Høy svingning omløpshastighet
Soliditeten	Egenkapitalprosenten bedret til 42,5%	Lav gjeldsgrad på 1,35
Lønnsomhet	Store svingninger i TK og EK rentabilitet	Dårlig driftsmargin

Tabell 5: Oversikt over regnskapsanalyse med forklarende farger

Soliditeten til selskapet er bedret de siste årene sammenlignet med tidligere år, men har likevel dårligere tall mot bransjen dersom vi ser på tallene fra 2002 til i 2010. Egenkapitalandelen var i 2010 på 42,5 noe som er over bransjen og tilfredsstillende. Tidligere enn 2008 har selskapet vært under bransjen og hatt et ganske lavt snitt. Dette skyldes at det har blitt tatt ut mye utbytte i perioden. Ettersom bransjen er lite kapitalintensiv anser vi egenkapitalprosenten som god. Gjeldsgraden var høy for både selskapet og bransjen i 2002, og har etter den tid blitt redusert til 1,35 for Trøndelag isolering i 2010. Dette er en god gjeldsgrad og det er heller ikke planlagt å øke denne i fremtiden. Med bakgrunn i dette anser vi soliditeten som god i selskapet.

Analysen av lønnsomheten til selskapet viser at selskapet ikke har klart å skape den samme lønnsomheten som bransjen.

Totalkapitalrentabiliteten viser at selskapet har hatt et betydelig lavere snitt enn bransjen siden 2002, men at dersom vi tar snittet fra 2006 er det ikke stor forskjell fra snittet til Trøndelag Isolering og sammenligningsgrunnlaget. Dette kan være et tegn på bedring. Både teori og empirisk data viser at likviditet spiller en rolle og at investorer setter lavere pris på selskapet som har lavere likviditet enn andre med bedre (Damodaran, 2006, 521)

Egenkapitalrentabiliteten er også lavere enn bransjen, men også her ser det ut til og jevne seg ut mot 2010. Overskuddsgraden viser at selskapet følger bransjen relativt godt etter 2006, men grunnet problemene i 2005 blir differansen på snittet stort dersom vi ikke normaliserer tallene. Driftsmarginen er gjennomgående lavere enn bransjen med unntak av 2009 hvor selskapet oppnådde en driftsmargin

på 8,6 % mot bransjens 5 %. Lønnsomheten til Trøndelag Isolering har ikke vært like god som bransjen siden 2002, men det er tegn på bedring ettersom tallene har bedret seg etter problemene i 2005. Vi anser derfor lønnsomheten som middels god.

5. Verdivurdering av Trøndelag Isolering

Etter analyse av både strategi og regnskap for selskapet, er oppgaven nå klar for å ta fatt på selve verdivurderingen av selskapet.

Her vil vi suksessivt ta for oss elementer som spiller inn på sluttverdien, sett i lys av funn og vurderinger tidligere i oppgaven.

Vi bruker som tidligere diskutert de inntjeningsbaserte modellene for selve verdivurderingen.

5.1 Beta

Når man skal investere i egenkapitalen er det nødvendig med en beta som kan gi uttrykk for graden av systematisk risiko som finnes i investeringen. For børsnoterte selskaper kan man enkelt finne beta-verdier, mens selskaper med lignende konkurrenter vil kunne sammenligne sine regnskapstall med andre konkurrenter i markedet for å finne beta-verdien.

Ettersom Trøndelag Isolering ikke er børsnotert, finnes det heller ingen lett tilgjengelige beta-verdier. Det finnes heller ikke relevante børsnoterte selskaper som man kan sammenligne med da forskjellene er for store, og vi anser dermed deres beta til å være irrelevant til denne oppgaven.

Lafopa Industrier AS er et selskap innenfor samme bransje, men ettersom selskapet ikke har samme hovedfunksjon, tas de ikke med i beregningen av beta. Det finnes alternative metoder dersom man ikke har noen konkret beta man kan ta i bruk. En metode er integrert risikoanalyse i følge Dahl et al. (1997). Denne metoden skaper et avkastningskrav på bakgrunn av "skjønn", og det vil være hensiktsmessig å ta i bruk flere metoder for å få et så korrekt som mulig avkastningskrav.

Dermed vil vi ta i bruk integrert risikoanalyse og CAMP for å beregne avkastningskravet. Ettersom det ikke finnes børsnoterte selskaper av samme art vil vi ta utgangspunkt i BETA på 1, 1.25, 1.5, 1.75 og 2.

5.1.1 Integrert risikoanalyse

En integrert risikoanalyse vil kunne gi et estimat på hvilket risikotillegg man skal bruke for beregningen av det nominelle avkastningskravet etter skatt. Tidligere har vi i foretatt en strategisk analyse, hvor vi fant enkelte faktorer som kan være en risiko for selskapet. Vi har nå delt opp disse risikoene i finansiell risiko, intern risiko og ekstern risiko. Deretter rangeres risikoen for hver faktor fra 1 til 5, der 1 er lav risiko og 5 er høy risiko. Deretter vektet hver enkelt gruppe fra 1 til 3, der 1 betyr lav betydning, 2 betyr moderat betydning mens 3 betyr høy betydning som illustrert nedenfor.

Integrert risikoanalyse	Klassifisering	Vekt	Score
Intern risiko			
Liten aktør		2	
Tap av humankapital		4	
Utdaterte anleggsmidler		2	
Korte kontraktstider		3	
Snitt		2,75	3
Ekstern risiko			
Lav tilgang på arbeidskraft		3	
Tap av kunder til utenlandsk arb.kraft		4	
Snitt		3,5	2
Finansiell risiko			
Høy lønnsutvikling i Norge		4	
Snitt		4	1
Sum		3,2	6

Tabell 6: Integrert risikoanalyse for Trøndelag Isolering

Årsaken til at den interne risikoen er vektet til høy betydning kommer av usikkerhet rundt humankapitalen som finnes i selskapet og hva som vil skje med denne ved et eventuelt salg av selskapet, samt faren for at ansatte slutter. De eksterne faktorene er vektet til moderat betydning ettersom disse faktorene er vanskelige å endre for selskapet. Den finansielle risikoen er vektet til lav betydning ettersom dette også vil slå inn for konkurrenter og markedet generelt. Som man ser fra modellen har vi beregnet gjennomsnittet for hver gruppe og multiplisert med vektingen for å finne riktig score.

Til slutt tok vi summen av poengene og delte med den totale vektingen og fant en sum på 3,2. Dette tallet vil vi så sette inn i tabellen for å finne risikotillegget.

	Risikoklassifisering	Risikotillegg
Lav risiko	1 - 1,5	0 - 4 %
Moderat risiko	1,5 - 2	4 - 8 %
Middels risiko	2 - 3	8 - 12 %
Høy risiko	3 - 4	12 - 20 %
Meget høy risiko	>4	>20 %

Tabell 7: Oversikt over risikoklassifisering med tilhørende risikotillegg

Ved å bruke denne tabellen til å regne om får vi et risikotillegg på 13,6 % ut i fra de risikofaktorene vi fant i strategianalysen. Vi ser med dette at Trøndelag Isolering har høy risiko.

5.1.2 Risikofri rente (R_f)

Risikofri rente er den renten man kan forvente uten noen form for risiko. Årsaken til at den er definert som risikofri kommer av at den ikke korrelerer med andre aktiva, og at den er et uttrykk på den mest sikre avkastningen man kan få over et visst tidsintervall. Renten kan variere over tid i forhold til makroomgivelsene. Risikofri rente i avkastningskravet bør være 1-års statsrente, som også er det vanlige valget ved beregning av et avkastningskrav (Gjesdal og Johnsen 1999, 58). En slik 1-års rente vil være naturlig å bruke dersom investoren har en ett års horisont på sin investering. I henhold til Gjesdal og Johnsen (1999) er det likevel riktig å belyse at om renten er lengre blir den mindre volatil og dermed også et bedre estimat for verdsettelse med risikofri rente frem i tid.

Vi har valgt å ta i bruk tall fra Norges bank, nærmere bestemt Norwegian Interbank Offered Rate for å regne ut dagens risikofrie rente. Når man bruker denne renten er det viktig å huske på at man får med en risikopremie i tillegg til statsrenten, og man må dermed gjøre noen endringer. Vi justerer derfor for risikopremien vi fant under den integrerte risikoanalysen. Vi justerer også for skatt for å få nominell rente.

Risikofri rente	2007	2008	2009	2010	2011	Gj.snitt
NIBOR	4,96 %	6,22 %	2,46 %	2,50 %	2,87 %	3,80 %
13,6 % risikopremie	0,67 %	0,85 %	0,33 %	0,34 %	0,39 %	0,52 %
Rf før skatt	4,29 %	5,37 %	2,13 %	2,16 %	2,48 %	3,28 %
28 % skatt	1,20 %	1,50 %	0,60 %	0,60 %	0,69 %	0,92 %
Rf etter skatt	3,09 %	3,87 %	1,53 %	1,56 %	1,79 %	2,37 %

Tabell 8: Risikofri rente

Vi vil derfor ta i bruk 3,28 % som risikofri rente før skatt.

5.1.3 Beregning av avkastningskravet ved risikoanalyse

Ettersom vi nå har beregnet risikofri rente og risikotillegget kan vi nå finne et avkastningskrav til egenkapitalen. For å beregne avkastningskravet tar vi risikofri rente og legger til risikotillegget vi fant ovenfor. Deretter trekker vi fra skatt, og får dermed avkastningskravet. Beregningen er gjort i tabellen under.

Nominelt avkastningskrav etter skatt	
Rf før skatt	3,28 %
Risikotillegg	13,60 %
Avkastningskrav før skatt	16,88 %
Skatt 28 %	4,73 %
Nominelt avkastningskrav etter skatt	12,16 %

Tabell 9: Nominelt avkastningskrav etter skatt

Som tabellen viser får vi et nominelt avkastningskrav etter skatt på 12,16 %.

Dette avkastningskravet kan være korrekt i forholdt til de risikofaktorene som finnes i selskapet, men det vil være nødvendig å benytte andre metoder for beregningen. Dette er nødvendig ettersom avkastningskravet ovenfor er beregnet med bakgrunn i subjektive vurderinger.

5.1.4 Markedets risikopremie ($R_m - R_f$)

Markedets risikopremie defineres som differansen mellom forventet markedsavkastning og risikofri rente. (Boye og Meyer 2008, 101).

Når markedets risikopremie skal beregnes bygger man ofte på historisk data ettersom investorene historisk sett har realisert den risikopremie de har forventet. Gjesdal og Johnsen (1999, 63) sier at ingen vet hva en ”korrekt” risikopremie er på Oslo Børs, men forklarer videre at det fremtidige normalnivået vil ligge lavere enn historisk premie på ca. 6 %. Forklaringen på dette ligger i at det er mindre variasjon i børsens likviditet, samt at investorene nå er mer veldiversifiserte slik at de ”tåler” risikoen bedre.

Som tidligere nevnt vil den fremtidige premien ligge noe lavere enn 6 %, og oppgaven forutsetter en risikopremie på 5 % som en rimelig antagelse, tatt de gitte forhold i betraktning.

Dette er for øvrig en premie som Johnsen (1996, referert i regjeringen.no) konkluderer med at vil være en sannsynlig premie for Oslo Børs

	2007	2008	2009	2010	2011	Snitt
Markedets risikopremie før skatt	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Rf før skatt	4,29 %	5,37 %	2,13 %	2,16 %	2,48 %	3,29 %
Skatt	2,60 %	2,90 %	2,00 %	2,00 %	2,09 %	2,32 %
Markedets risikopremie etter skatt	6,69 %	7,47 %	5,13 %	5,16 %	5,39 %	5,96 %

Tabell 10: Markedets risikopremie etter skatt

5.1.5 Likviditetspremie

For å kompensere en investor for en illikvid plassering er det vanlig å operere med en likviditetspremie. Normalt foreligger likviditetspremier hos unoterte selskaper slik forklaringen under viser.

Premien foreligger for at det kan bli både relativt dyrt og vanskelig å komme seg hurtig ut av aksjen. Gjesdal og Johnsen (1999, 36) sier at en annen forklaring for premien er at det ofte er mindre selskaper hvor informasjonen sitter tett hos ledelsen at man opererer med en likviditetspremie. Man kan aldri eliminere risikoen for å bli negativt overrasket eller lurt, og ofte er eierskapet skjevt fordelt slik at én eller få eiere dominerer. De nevnte eierne kan også være selskapets ledelse slik det er i TIs tilfelle. Gjesdal og Johnsen (1999, 36) foreslår en likviditetspremie på 2-5 % alt avhengig av selskapets størrelsesorden forutsatt at et likvid eierskap er av betydning for investor.

Altså vil likviditetspremien avhenge mer av likviditetsforhold enn investors egen finansiering. Disse forholdene tatt i betraktning gjør at likviditetspremien settes til 2,5 %.

5.1.6 Avkastningskravet beregnet med kapitalverdimodellen

Til nå har vi funnet avkastningskravet ved integrert risikoanalyse. Vi ønsker å bruke kapitalverdimodellen i tillegg som sikkerhet ettersom resultatet i risikoanalysen er usikkert. På denne måten kan vi også komme nærmere en beta-verdi til selskapet. Tidligere har vi tatt utgangspunkt i beta mellom 1 og 2.

Formelen for avkastningskravet er som følger:

$$KE = Rf * s * + \beta E * [E(rm) - Rf * s *]$$

Avkastningskrav					
Risikofri rente	3,28 %	3,28 %	3,28 %	3,28 %	3,28 %
Skatt 100 % -28 %	72 %	72 %	72 %	72 %	72 %
Markedsrisikopremie	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %	5,96 %
Beta	1	1,25	1,5	1,75	2
Likviditetspremie	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %
kE	10,82 %	12,31 %	13,80 %	15,29 %	16,78 %

Tabell 11: Avkastningskrav beregnet med kapitalverdimodellen

Den integrerte risikoanalysen viste et avkastningskrav på 12,16 %, og dette blir utgangspunktet for å finne beta-verdien til selskapet. Fra tabellen ser vi at dette avkastningskravet vil føre til en beta nær 1,25. Fra dette kan vi si at et avkastningskrav på ca 12,16 % er realistisk.

5.2 Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC)

Avkastningskravet til totalkapitalen kalles som kjent WACC, eller Weighted Average Cost of Capital. Dette avkastningskravet skal oppfylle både aksjonærenes og kreditorenes krav med hensyn på forrentning av henholdsvis egenkapital og lånekapital.

Her er det viktig å huske på at man kun tar hensyn til den rentebærende gjelden når vektene settes. Årsaken til dette er at man tar hensyn til endringer i den omsetningsavhengige rentefrie gjelden når man beregner kontantoverskuddene til totalkapitalen. (Boye og Meyer 2008, 106). Totalkapital med fratrukk for rentefri gjeld gir sysselsatt kapital, og disse beregningene vises i tabellen under.

År	2006	2007	2008	2009	2010	Gj. Snitt
Egenkapital	856 873	919 481	978 394	2 114 629	1 536 813	1 281 238
Sysselsatt kapital	699 233	833 150	950 189	2 109 857	1 443 983	1 207 282
Egenkapitalandel	0,82	0,91	0,97	1,00	0,94	0,93
Gjeldsandel	0,18	0,09	0,03	0,00	0,06	0,07

Tabell 12: Egenkapital- og gjeldsandel

Etter å ha tatt hensyn til den rentefrie gjelden i form av utsatt skatt, ser man at egenkapitalandelen er 0,93 for regnskapsårene 2006-2010.

Sysselsatt kapital er svært lik totalkapitalen ettersom det som nevnt eksisterer lite rentefri gjeld i balansen hos Trøndelag Isolering.

Med dette som utgangspunkt beregnes WACC på følgende måte:

$$k_T = k_E * \frac{E}{E + G} + k_G * (1 - s) * \frac{G}{E + G}$$

Selskapet har ingen rentekostnader og lånerenten blir dermed null, noe som igjen medfører at det siste leddet i beregningen blir null.

WACC	
Avkastningskravet til egenkapitalen	12,16 %
Egenkapitalandel	1
Lånerente (K _G (1-s))	0
Gjeldsandel	0
WACC - k_T	12,16 %

Tabell 13: WACC

Avkastningskravet til totalkapitalen blir 12,16 %, noe som er likt avkastningskravet til egenkapitalen.

5.3 Prognoser på utvikling til regnskapet

Ettersom vi ønsker en så korrekt estimering av regnskapet som mulig vil vi gå igjennom de postene fra balansen og resultatregnskapet som vi skal estimere en utvikling på. Vi har trukket inn elementene fra den strategiske analysen inn i estimeringen for å få med disse elementene i beregningen. Vi har også hatt møte med daglig leder ved Trøndelag Isolering for å kunne belyse framtidsutsiktene samt normalisere de historiske tallene. Når alle postene er nøye gjennomgått vil vi ende opp med et regnskap som viser hvordan postene vil utvikle seg over tid. Dette vil så være utgangspunktet for de fremtidige kontantstrømmene.

5.3.1 Tidsperspektiv på utviklingen

Som historiske tall for estimering av regnskapspostene har vi valgt å bruke regnskapstall fra 2002 til 2010. Årsaken til dette kommer av at vi ønsker å se forholdsvis langt tilbake i tid da bransjen svinger med relativt lange konjunkturer. Dersom vi ser fremover i tid vil vi estimere et fremtidig regnskap i 5 år til år 2017. Dette er på bakgrunn av at et for kort perspektiv vil føre til at verdien av selskapet blir for liten, mens et for langt perspektiv vil føre til for stor grad av usikkerhet.

5.3.2 Driftsinntekter

År	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Driftsinntekter	18 841 000	11 690 000	11 569 000	10 236 000	14 895 000	15 903 000	20 866 000	18 323 000	14 684 000
Endring i prosent		-38 %	-1 %	-12 %	46 %	7 %	31 %	-12 %	-20 %

Tabell 14: Driftsinntekter

I tabellen ovenfor ser vi hvordan driftsinntektene har vært siden 2002 og hvordan de har endret seg. Variasjonen er fra bunnen på 10 236 i 2005 til toppen på 20 866 i 2008. Den store økningen i 2006 kommer av at en stor treårig kontrakt med Lafopa som førte til høye driftsinntekter de neste årene. Årsaken til nedgangen de siste årene kommer av lav etterspørsel, samt finanskrisen og ringvirkninger av denne.

Lagersalg	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Rørskåler med tilbehør	588 000	589 000	590 000	592 000	593 000	594 000	596 000
Teknisk isolasjonsutstyr	144 000	144 000	145 000	145 000	146 000	146 000	147 000
Diverse deler	84 000	84 000	85 000	85 000	85 000	85 000	86 000
Sum lagersalg	816 000	817 000	820 000	822 000	824 000	825 000	829 000

Tabell 15: Lagersalg

Ovenfor har vi regnet ut lagersalget for de neste årene. Vi ser at tidligere har de hatt en veldig stabil vekst på inntekt fra lagersalget, og derfor er det heller ikke grunn til å tro at denne vil variere vesentlig. Jostein Gjestad(2012) støtter denne antagelsen.

Salg	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Rørkunder > 30 000	1 428 000	1 464 000	1 500 000	1 538 000	1 576 000	1 616 000	1 656 000
Andre kunder > 30 000	816 000	836 000	857 000	879 000	901 000	923 000	946 000
Vedlikeholdsarbeid	612 000	667 000	727 000	793 000	864 000	942 000	1 026 000
Isolering	9 444 000	8 656 000	9 089 000	9 543 000	10 021 000	10 522 000	11 048 000
Sum salgsinntekt	12 300 000	11 623 000	12 174 000	12 753 000	13 361 000	14 002 000	14 676 000

Tabell 16: Estimert fremtidig salgsinntekt

Videre har vi beregnet et estimat på hvordan salgsinntektene vil beløpe seg frem i tid. Den strategiske analysen viste at bransjen er i vekst, og det er derfor grunn til å tro at salgsinntektene vil øke med årene som kommer når det gjelder småkundene. Vi fikk også belyst at det trolig også vil være behov for mye vedlikehold av eksisterende bygg i Trondheim fremover, og det er derfor grunn til å tro at vedlikeholdsjobbene vil øke i omfang. SWOT-analysen viste også at de har en svakhet ved de korte kontraktstidene, noe som viser seg i 2012 da flere store kontrakter går ut (Lafopa, Rørmark VVS, Fjell Industries mm.) og salgsinntekten synker fra 9 444 til 8 656. Årsaken til at den ikke faller mer er at de allerede nå har en ny stor avtale med Yit kunnskapssenteret St. Olav samt Søndra Cell. Det er i tillegg grunn til å tro at ettersom byen og bransjen er i vekst det vil komme flere kontrakter fremover. Vi har derfor lagt inn vekst på isoleringsinntektene. I det fremtidige regnskapet vil salgsinntektene og lagersalget bli lagt sammen til driftsinntekter.

5.3.3 Varekostnad

År	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Varekostnad	3 744 000	2 789 000	3 097 000	2 145 000	4 590 000	4 219 000	7 303 000	4 507 000	4 473 000
Endring i prosent		-26,0%	11,0%	-31,0%	114,0%	-8,0%	73,0%	-38,0%	-1,0%
Prosent fra driftsinnt.	19,9%	23,9%	26,8%	21,0%	30,8%	26,5%	35,0%	24,6%	30,5%

Tabell 17: Varekostnad

Varekostnadene fra perioden har vært fra 19,9 % av driftsinntektene i 2002 til toppen på 35,0 % i 2008. Varekostnadene har hatt store svingninger i perioden, og dette forteller oss at denne kostnaden varierer med driftsinntektene fra perioden ettersom forholdet er relativt stabilt. Gjennomsnitt prosent av driftsinntektene fra perioden er på 26,5 %. Vi anser dette tallet som litt høyt da enkelte topper har trekket unormalt høyt, samt at det er mulig å få ned prisene ettersom de har

forhandlingsmakt mot sine leverandører. Vi har derfor valgt å ta 25 % av driftsinntekter og anser dette som et godt estimat på hvordan varekostnadene vil beløpe seg frem i tid.

5.3.4 Lønnskostnader

År	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Lønnskostnad	9 532 000	6 995 000	6 577 000	6 790 000	7 742 000	8 718 000	9 181 000	9 627 000	8 301 000
Endring i prosent		-27,0%	-6,0%	3,0%	14,0%	13,0%	5,0%	5,0%	-14,0%
Prosent fra driftsinnt.	50,6%	59,8%	56,9%	66,3%	52,0%	54,8%	44,0%	52,5%	56,5%

Tabell 18: Lønnskostnader

Som vi ser av tabellen er lønnskostnader relativt høy i forhold til driftsinntektene.

Dette er vanlig hos tjenestebedrifter av denne typen. I den strategiske analysen kom vi frem til at lønnsutviklingen i Norge er sterk og at det ser ut som den vil fortsette. Vi belyste også problemene som finnes i at det er svært få isolasjonslæringer i Midt-Norge, dvs. kun 1 de 3 siste årene.

På besøket hos opplæringskontoret i Trondheim kunne fagansvarlig Lisbeth Schjelde fortelle at det er forventet sterk lønnsvekst hos isolatører, ettersom det vil være få fagfolk i bransjen.

Dersom vi ser på gjennomsnittet i endringen i lønnskostnader for perioden får vi en nedgang på 0,8 %. Dette tallet gir ikke et godt bilde av lønnskostnadene ettersom antall ansatte har blitt redusert i perioden. Snittet fra driftsinntektene ligger på 54,8 %, og er et bedre forholdstall enn endringen i prosent. Ettersom den strategiske analysen viste at lønnskostnadene vil økes har vi valgt å ta utgangspunkt i gjennomsnittet i forhold til driftsinntektene og legge på 1 % slik at vi vil beregne fremtidig lønnskostnad som 55,8 % av driftsinntektene.

5.3.5 Andre driftskostnader

År	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Andre driftskostnader	4 942 000	1 977 000	1 728 000	1 751 000	1 785 000	2 126 000	3 025 000	2 525 000	2 101 000
Endring i prosent		-60,0%	-13,0%	1,0%	2,0%	19,0%	42,0%	-17,0%	-17,0%
Prosent fra driftsinnt.	26,2%	16,9%	14,9%	17,1%	12,0%	13,4%	14,5%	13,8%	14,3%

Tabell 19: Andre driftskostnader

Andre driftskostnader er faste og variable kostnader som er relatert til driften som for eksempel strøm, husleie, osv. Gjennomsnittlig vekst har i perioden vært -5,2 %, men denne svinger stort, spesielt i 2003 og 2008. Som tabellen viser kan det se ut som andre driftskostnader følger driftsinntektene de siste årene fra 12 % i 2006 til 17,1 % i 2005 og 26,2 % i 2002 og har et gjennomsnitt på 15,9 %. På bakgrunn av dette er det grunn til å tro at et mål på andre driftskostnader i forhold til

driftsinntektene er bedre enn endringen i prosent. Vi har derfor valgt å bruke 14,6 % av driftsinntektene som utgangspunkt for prognoseringen. Grunnen til at det er lavere enn snittet kommer av at tallet fra 2002 drar opp snittet, og vi velger å justere dette med snittet fra 2003 til 2010.

5.3.6 Investeringer

År	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
UB Anleggsmidler	19 000	228 000	208 000	359 000	158 000	86 000	28 000	5 000	93 000
Avskrivninger	120 000	113 000	63 000	44 000	34 000	11 000	38 000	97 000	132 000
IB Anleggsmidler	0	19 000	228 000	208 000	359 000	158 000	86 000	28 000	5 000
Investeringer	139 000	322 000	43 000	195 000	-167 000	-61 000	-20 000	74 000	220 000

Tabell 20: Investeringer

Selskapet har i snitt investert ca. 83 000,- kr i året, de siste 9 årene. Dette er et tall som er lavere enn hva de planlegger å investere årlig de neste 5 årene. Det vil derfor være normalt og ikke justere regnskapet for den planlagte investeringen, da denne kan sees som planlagt i forhold til snittet siste 9 år allikevel. Den foretatte investeringen er et utvidet arbeidsrom, mens den planlagte investeringen er en varebil til om lag 40 000,-. Summen av disse to overstiger ikke snittet på 83 000,-. Om vi da ser på investeringene under ett, kan dette sees på som et normalår for selskapet. Vanligvis skal man justere og normalisere unormale investeringer for å kunne få en så riktig kontantstrøm som mulig. Dette vil derfor ikke være nødvendig i dette tilfellet.

Det er også viktig å huske på at selskapet har enkelte utdaterte anleggsmidler, noe som vi mener ligger inn hos det gjennomsnittlige anslaget som vi har foretatt. Selskapet har en strategi som tilsier at de skal investere jevnt over tid i anleggsmidler for å kunne slippe unna store topper (investeringer) i enkelte år. Dermed vil en snitt gi et korrekt grunnlag for hvordan selskapet ser for seg fremtiden.

5.3.7 Netto finansposter

År	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sum finansinntekter	167 000	83 000	5 000	2 000	0	1 000	4 000	2 100	9 000
Sum finanskostnader	75 000	61 000	39 000	44 000	47 000	48 000	141 000	5 000	3 000
Sum finansposter	92 000	22 000	-34 000	-42 000	-47 000	-47 000	-137 000	-2 900	6 000

Tabell 21: Netto finansposter

Dersom vi trekker finanskostnadene fra finansinntektene finner vi sum finansposter. Som tabellen viser har det vært lite finansinntekter i perioden, mens finansinntektene har vært relativt like med unntak av de tre siste årene. De to siste årene har det vært lite rentebærende gjeld noe som har ført til lave kostnader.

Dersom vi tar gjennomsnittet av perioden får vi -19 000. Det vil ikke være sannsynlig at Trøndelag Isolering har behov for å ta opp rentebærende gjeld i fremtiden da de leier kontorene og verkstedet sitt samt at det ikke er behov for store innkjøp av nye maskiner. Det er mulig finansinntektene vil øke ettersom resultatet har blitt tilført egenkapitalen de siste årene og selskapet vil fortsette med denne virksomheten. På grunnlag av dette har vi valgt å vekte de to siste årene tyngre enn resten av historien og justerer sum finansposter til kr 8 000,- for hele prognoseperioden.

5.3.8 Avskrivninger

År	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Avskrivninger	120 000	113 000	63 000	44 000	34 000	11 000	38 000	97 000	132 000
Endring i prosent		-6 %	-44 %	-30 %	-23 %	-68 %	245 %	155 %	36 %

Tabell 22: Avskrivninger

De historiske tallene på avskrivninger viser at det er store svinginger på avskrivningene fra år til år, og at dette ikke er et godt mål på hvordan avskrivningene vil utvikle seg i fremtiden. Vi vil derfor bruke lineær avskrivning for å beregne fremtidig avskrivninger. Vi har derfor delt opp anleggsmidlene i grupper, for så å se på levetiden og på denne måten beregnet følgende avskrivninger per år:

	Verdi per 31.12.10	Leveår	Avskrivninger
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	16 000	15 000	1 000
Inventar	84 000	10 000	8 400
Verktøy og kontormaskiner	378 000	6 000	63 000
Avskrivninger per år			72 400

Tabell 23: Lineær beregning av avskrivninger

Verdien er hentet fra regnskapet, mens leveårene er hentet fra tidligere regnskap hvor levetiden er blitt satt. Tabellen viser at avskrivning per år beløper seg til kr 72 400,-.

5.3.9 Arbeidskapital

År	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sum omløpsmidler	4 903 000	3 913 000	2 777 000	2 576 000	4 014 000	4 323 000	4 281 000	5 090 000	3 045 000
Sum kortsiktig gjeld	4 601 000	3 884 000	2 922 000	2 639 000	3 345 000	3 547 000	3 788 000	3 340 000	2 078 000
Arbeidskapital	302 000	29 000	-145 000	-63 000	669 000	776 000	493 000	1 750 000	967 000
Prosent av driftsinntekter	1,60 %	0,20 %	-1,30 %	-0,60 %	4,50 %	4,90 %	2,40 %	9,60 %	6,60 %

Tabell 24: Arbeidskapital

Dersom vi trekker kortsiktig gjeld fra omløpsmidlene finner vi arbeidskapitalen til selskapet. Vi ser av tabellen at arbeidskapitalen kun er negativ i 2004 og 2005

hvor Trøndelag Isolering hadde to dårlige år. Dette betyr at anleggsmidlene var finansiert med kortsiktig gjeld i disse to årene. Ettersom arbeidskapitalen har hatt relativt store svinginger fra år til år er dette ikke et godt mål på fremtidig prognoser, men det har vært en vekst i arbeidskapitalen grunnet reduksjon i kortsiktig gjeld. Omløpsmidlene har også hatt en reduksjon, men ikke nok til at arbeidskapitalen synker over tid. Dermed kan vi igjen se arbeidskapitalen i forhold til driftsinntektene for å beregne et mål på hvordan arbeidskapitalen utvikler seg i tidsperspektivet vi har satt. Gjennomsnittet for hele perioden viser en arbeidskapital på 3,1 % av driftsinntektene. Vi har valgt å bruke dette snittet for fremtidig beregning av arbeidskapitalen. Vi kan dermed også beregne en prognose av endring i arbeidskapital for perioden.

5.4 Fremtidig regnskap

På bakgrunn av beregningene gjort ovenfor har vi kommet frem til følgende fremtidige regnskap:

Fremtidig regnskap	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Driftsinntekt	12 440 400	12 993 700	13 574 600	14 185 500	14 827 200	15 505 500
Varekostnad	3 110 100	3 248 400	3 393 600	3 546 400	3 706 800	3 876 400
Lønnskostnad	6 941 700	7 250 500	7 574 600	7 915 500	8 273 600	8 652 100
Andre driftskostnader	1 816 300	1 897 100	1 981 900	2 071 100	2 164 800	2 263 800
Investeringer	83 000	83 000	83 000	83 000	83 000	83 000
Avskrivninger	72 400	72 400	72 400	72 400	72 400	72 400
Sum driftskostnader	12 023 500	12 551 400	13 105 500	13 688 400	14 300 600	14 947 700
Driftsresultat	416 900	442 300	469 000	497 100	526 700	557 900
Netto finansposter	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000
Resultat før skatt	424 900	450 300	477 000	505 100	534 700	565 900
Skatt	118 972	126 084	133 560	141 428	149 716	158 452
Årsresultat	305 928	324 216	343 440	363 672	384 984	407 448

Tabell 25: Estimert fremtidig regnskap

5.4.1 Fremtidig egenkapital

For å kunne beregne fremtidig egenkapital har vi valgt å ta egenkapitalen fra året før og legge til resultatet fra året før. Vi har tatt utgangspunkt i egenkapitalen fra 2010 på kr 1 537 000,- og lagt til resultatet i 2010. Ettersom det var underskudd på kr 229 000,- i 2010 blir det fratrukket dette året til en egenkapital i 2011 på kr 1 308 000,-. Dette gjøres progressivt, og estimatet blir følgende slik:

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Fremtidig EK	1 308 000	1 609 248	1 915 145	2 239 370	2 582 831	2 946 526	3 331 474

Tabell 26: Fremtidig egenkapital

5.5 Verdivurdering

For å finne verdien av Trøndelag Isolering har vi først beregnet kontantoverskuddet til egenkapitalen.

5.5.1 Egenkapitalmetoden

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultat etter skatt	305 890	324 223	343 643	363 696	384 949	407 414
Avskrivninger	72 400	72 400	72 400	72 400	72 400	72 400
Anleggsinvesteringer	83 000	83 000	83 000	83 000	83 000	83 000
Endring i AK	4 352	17 152	18 008	18 938	18 893	21 027
Økning i rentebærende gjeld	0	0	0	0	0	0
Kontantoverskudd til EK	290 946	296 471	314 855	334 158	354 456	375 787

Tabell 27: Kontantoverskudd til egenkapital

Videre neddiskonteres kontantoverskuddene til egenkapitalen slik at man finner verdien på selskapet i dag.

$$\frac{290\,946}{1,1216} + \frac{296\,471}{1,1216^2} + \frac{314\,855}{1,1216^3} + \frac{334\,158}{1,1216^4} + \frac{354\,456}{1,1216^5} + \frac{375\,787}{1,1216^6}$$

$$\approx \mathbf{1\,317\,836}$$

Deretter beregnes terminalverdien via Gordons formel samtidig som den neddiskonteres til nåverdi.

$$\frac{375\,787 * 1,025}{0,1216 - 0,025} \approx \mathbf{1\,785\,757}$$

Verdi på Trøndelag Isolering ved egenkapitalmetoden	
Nåverdi av kontantoverskudd	1 317 836
+ Neddiskontert terminalverdi	1 785 757
= Verdi beregnet med egenkapitalmetoden	3 103 593

Tabell 28: Verdi ved bruk av egenkapitalmetoden

Verdien av Trøndelag Isolering beløper seg til 3 103 593 kr ved utregning gjennom egenkapitalmetoden. Etersom Jostein Gjestad eier samtlige aksjer velger vi å utelate beregningen av verdi pr. aksje.

5.5.2 Totalkapitalmetoden

For å finne verdien av Trøndelag Isolering har vi først beregnet kontantoverskuddet til totalkapitalen.

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Driftsresultat	416 858	442 310	469 032	497 130	526 651	557 853
Skatt 28 %	116 720	123 847	131 329	139 196	147 462	156 199
Driftsresultat etter skatt (NOPLAT)	300 138	318 463	337 703	357 934	379 189	401 654
Avskrivninger	72 400	72 400	72 400	72 400	72 400	72 400
Investeringer	83 000	83 000	83 000	83 000	83 000	83 000
Endring i arbeidskapital	4 352	17 152	18 008	18 938	18 893	21 027
Kontantoverskudd til totalkapitalen	285 186	290 711	309 095	328 398	349 696	370 027

Tabell 29: Kontantoverskudd til totalkapital

Videre neddiskonteres kontantoverskuddene til totalkapitalen slik at man finner verdien på selskapet i dag.

$$\frac{285\,186}{1,1226} + \frac{290\,711}{1,1226^2} + \frac{309\,095}{1,1226^3} + \frac{328\,398}{1,1226^4} + \frac{348\,696}{1,1226^5} + \frac{370\,027}{1,1226^6}$$

$$\approx \mathbf{1\,294\,243}$$

Deretter beregnes terminalverdien via Gordons formel samtidig som den neddiskonteres til nåverdi.

$$\frac{370\,027 * 1,025}{\frac{0,1216 - 0,025}{1,1216^7}} \approx \mathbf{1\,758\,385}$$

Verdi på Trøndelag Isolering ved totalkapitalmetoden	
Nåverdi av kontantoverskudd	1 294 243
+ Neddiskontert terminalverdi	1 758 385
= Verdi beregnet med totalkapitalmetoden	3 052 628

Tabell 30: Verdi ved bruk av totalkapitalmetoden

Verdien på Trøndelag Isolering beløper seg til kr 3 052 628 ved utregning gjennom totalkapitalmetoden.

5.5.3 Superprofittmetoden

I beregningen av superprofitten vil vi ta i bruk avkastningskravet til egenkapitalen på 12,16 % når vi skal trekke fra resultatet etter skatt. Til å begynne med regnet vi ut fremtidig egenkapital ved å legge til det estimerte resultatet etter skatt til egenkapitalen fra året før. Det er her en viktig forutsetning at det ikke blir tatt ut noe utbytte i perioden, slik at den fremtidige egenkapitalen blir korrekt.

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Fremtidig EK	1 609 248	1 915 146	2 239 369	2 582 832	2 946 528	3 331 477
Avkastningskrav	12,16 %	12,16 %	12,16 %	12,16 %	12,16 %	12,16 %
Krav til avkastning på EK	195 685	232 882	272 307	314 072	358 298	405 108

Tabell 31: Krav til avkastning på EK

Videre har vi beregnet krav til avkastning av egenkapitalen, og trukket dette fra årsresultatet for å beregne superprofitten.

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Årsresultat	305 898	324 223	343 463	363 696	384 949	407 414
Krav til avkastning på EK	195 685	232 882	272 307	314 072	358 298	405 108
Superprofitt	110 213	91 342	71 155	49 623	26 651	2 307

Tabell 32: Beregning av superprofitt

Videre neddiskonteres superprofitten til nåverdi ved å diskontere med avkastningskravet til egenkapitalen.

$$\frac{110\,213}{1,1226} + \frac{91\,342}{1,1226^2} + \frac{71\,155}{1,1226^3} + \frac{49\,623}{1,1226^4} + \frac{26\,651}{1,1226^5} + \frac{2\,307}{1,1226^6} \approx 268\,835$$

For å finne terminalverdien har vi tatt i bruk Gordons formel:

$$\frac{-1\,025 * 1,025}{0,1216 - 0,025} \approx 54\,649$$

Dermed kan vi beregne verdien av selskapet.

Verdi på Trøndelag Isolering ved superprofittmetoden	
Bokført egenkapital pr. 31.12.2010	1 537 000
Neddiskontert terminalverdi	54 649
Nåverdi av kontantstrøm	268 835
Verdi beregnet med superprofittmetoden	1 860 484

Tabell 33: Verdi ved bruk av superprofittmetoden

Verdien av Trøndelag Isolering beløper seg til kr 1 860 484,- ved utregning gjennom superprofittmetoden.

5.5.4 Oppsummering av verdivurderingen

Metode	Verdi	Uten terminalverdi
Egenkapitalmetoden	3 103 593	1 317 836
Totalkapitalmetoden	3 052 628	1 294 243
Superprofittmetoden	1 860 484	1 915 133

Tabell 34: Oppsummering av verdivurderingen

De tre metodene har som tabellen viser ført til tre ulike verdier av Trøndelag Isolering. De to høyeste verdiene får vi med egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden med henholdsvis kr 3 103 539,- og kr 3 052 628,- mens superprofittmetoden viser en verdi på kr 1 860 6484,-. Usikkerheten som ligger i verdivurdering av tjenestebedrifter med humankapital som en viktig ressurs kan ofte føre til avvik ved bruk av ulike metoder. Dersom vi tar gjennomsnitt av metodene får vi en verdi på kr 2 672 235,-. Dette er dermed ikke nødvendigvis et godt estimat av verdien da det er større sannsynlighet for at verdien enten er ca kr 3 100 000,- eller ca. kr 1 860 000,-.

Dersom vi ser verdien av selskapene uten terminalverdien ser vi at verdien med de tre metodene blir nærmere hverandre og at superprofitten nå er høyeste verdi.

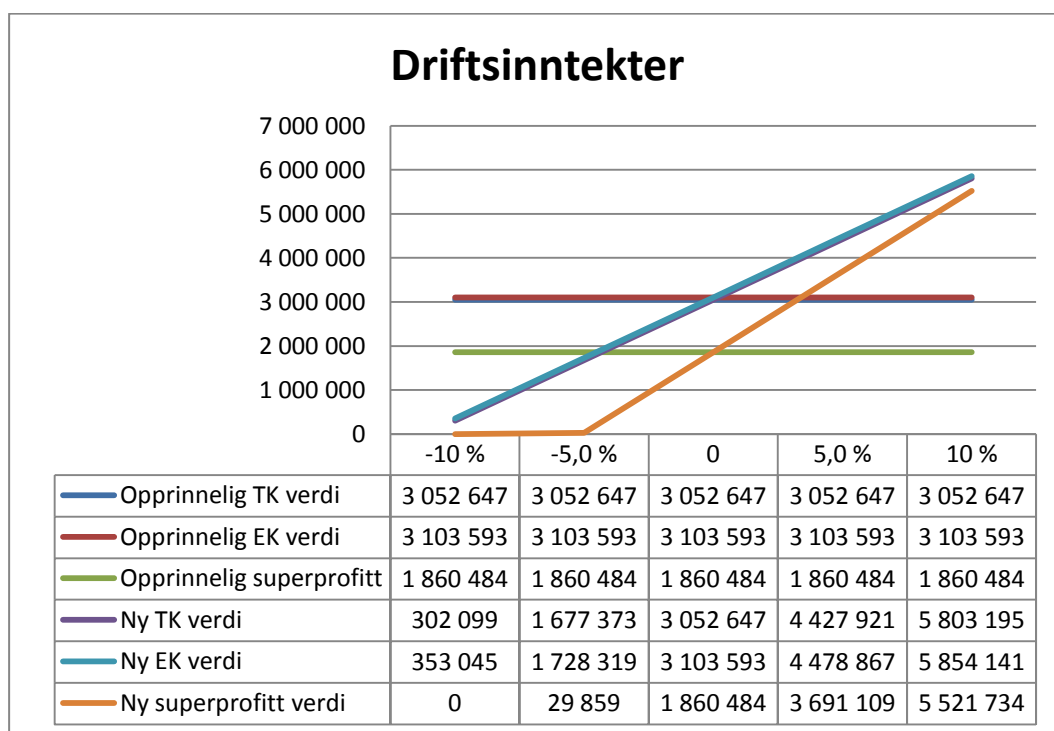
5.6 Sensitivitetsanalyse

Ettersom det er stor usikkerhet knyttet til verdivurdering av tjenesteselskaper ønsker vi å ta i bruk en sensitivitetsanalyse for å kunne belyse hvordan endring i enkelte faktorer påvirker verdien av selskapet. Faktorene vi ønsker å se på er de estimatene det er knyttet størst usikkerhet til, og som samtidig har betydning for verdien av selskapet. På denne måten får vi belyst hvilke kritiske punkter som er viktig for selskapet. Vi vil ta i bruk "IF" funksjonen i Excel i sensitivitetsanalysen.

- Driftsinntekter
- Lønnskostnader
- Andre driftskostnader
- Varekostnader
- Driftsinntekter og varekostnader
- Risiko

5.6.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene til Trøndelag Isolering er som nevnt tidligere volatil, da kontraktene til selskapet varierer fra år til år. Det er derfor grunn til å se på endringer på driftsinntektene ved de tre metodene. Lagersalget vil som nevnt tidligere variere mindre enn hva salgsinntektene fra rørkunder, vedlikehold og isolering vil. Vi har med bakgrunn av dette har vi valgt intervall fra -10 % til +10 % endring i driftsinntektene i det fremtidige regnskapet, ettersom dette er et sannsynlig intervall i forhold til sannsynligheten på endringen i driftsinntektene.

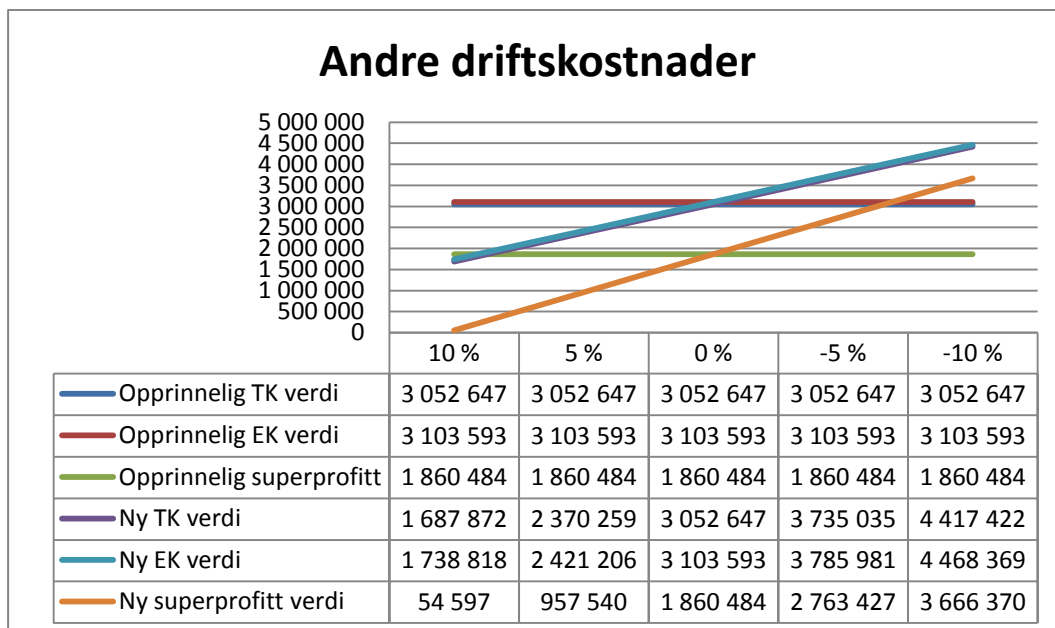


Figur 15: Endring i driftsinntekter

Som figuren viser vil endring i driftsinntekter føre til relativt stor endring i verdien av selskapet. Dersom driftsinntektene synker med 10 % vil verdien falle med ca 89 % ved totalkapitalmetoden og 100 % ved superprofitt metoden. Dersom driftsinntektene stiger med 10 % vil verdien stige ca 90 % ved totalkapitalmetoden mens den vil stige med ca 300 % ved superprofitt. Dette forteller at driftsinntektene har mye å si i forhold til verdien av selskapet, noe som bekrefter risikoen ved tap av kontrakter vi har lagt til grunn i den integrerte risikoanalysen. Det er viktig å huske på at dette er tilfelle dersom inntektene stiger uten at kostnadene stiger, og dette vil derfor være ekstremverdier. Likevel er det relevant å se på utviklingen ettersom Trøndelag Isolering tidligere år har hatt store avvik på driftsinntektene.

5.6.2 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader er som nevnt tidligere faste og variable kostnader som relateres til driften. Dette er for eksempel strøm, husleie osv. Vi ønsker å ta med andre driftskostnader i senarioanalysen for å illustrere hvor presset den økonomiske situasjonen er i Trøndelag Isolering. Vårt utgangspunkt er 14,6 % av driftsinntekter. I senarioanalysen vil vi endrer dette med et intervall på 10 % økning/reduksjon i inneværende år. Årsaken til at vi velger dette intervallet kommer av at vi anser 10 % som et realistisk senario ut ifra tidligere år.

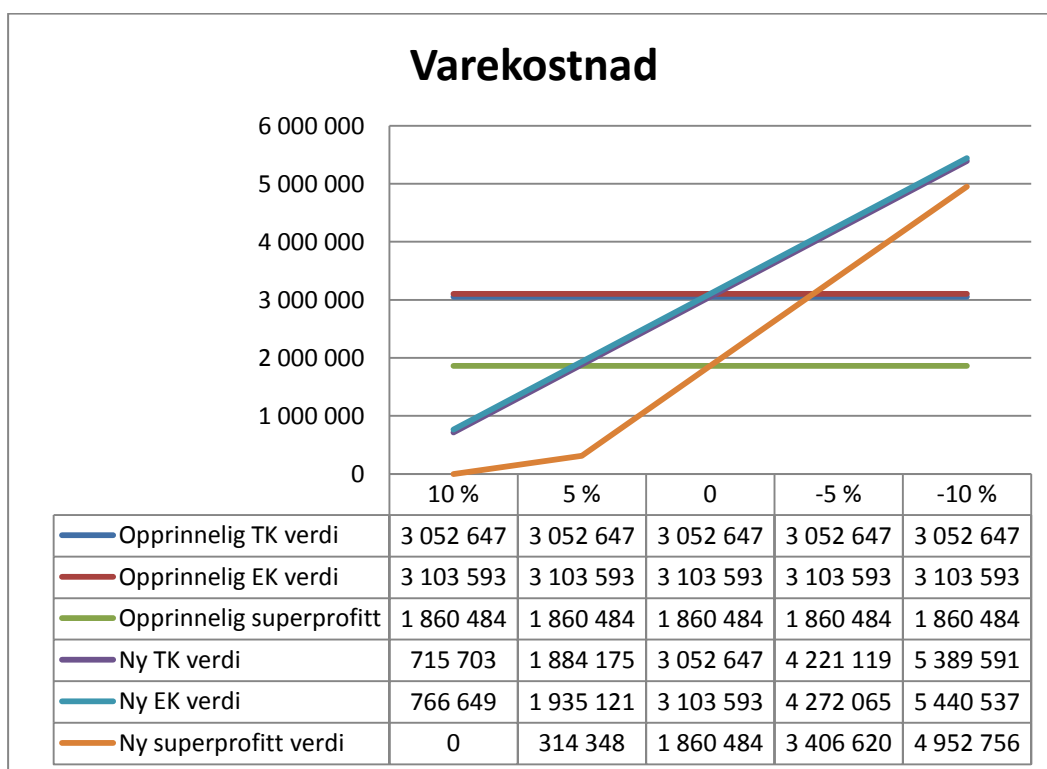


Figur 16: Endring i andre driftskostnader

Som vi ser fra analysen er andre driftskostnader en faktor som har mindre å si for verdien av selskapet, men likevel såpass at verdien øker med ca 44 % ved totalkapitalmetoden og nesten 100 % ved superprofitt ved en 10 % reduksjon av kostnadene. Her må vi huske på at dette er dersom kostnadene reduseres uten at inntektene reduseres. Driftsinntekter, lønnskostnader osv er derfor like og uendret. Dette er relevant ettersom også andre driftskostnader har variert i såpass stor grad i de seneste årene. Den sterke reduksjonen i verdien ved 10 % økning i kostnadene bekrefter risikoen ved at kostnadene økes. Vi kan dermed se den viktige effekten av de små endringene, og hvor sterk effekt disse har på sluttverdien av de ulike metodene.

5.6.3 Varekostnad

Tidligere har vi belyst hvordan varekostnadene har variert i forhold til driftsinntektene. I den opprinnelige verdien med varekostnaden lik 25 % av driftsinntektene har vi lagt til grunn en lavere kostnad enn gjennomsnittet grunnet forhandlingsmakt med leverandører og unormalt høye topper. Det vil derfor være naturlig å estimere et scenario hvor varekosten endrer seg dersom de kan få en lavere kostnad, og hvordan verdien blir dersom varekostnaden blir høyere. Vi har valgt å se på verdien dersom varekostnadene økes/redueres med 10 % inneværende år uten at driftsinntektene øker. Dette har vi valgt ettersom variasjonen i varekostnadene har vært høy de årene det har vært tap på kundefordringer.

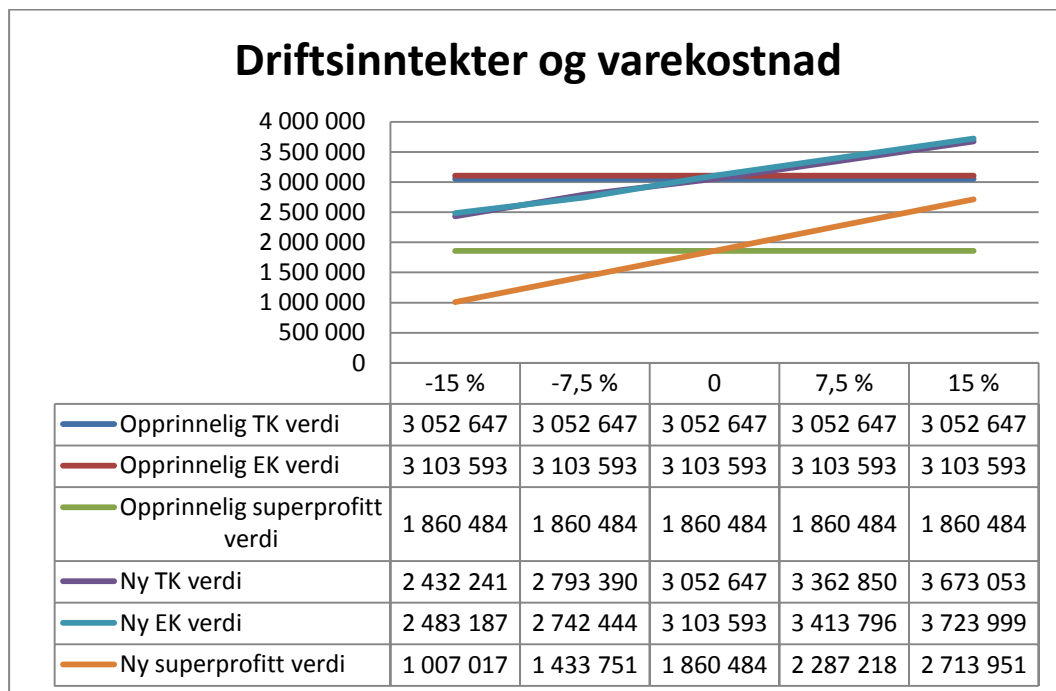


Figur 17: Endring i varekostnad

Som tabellen viser ser vi at verdien av selskapet er sterkt påvirket av hvilken varekostnad de har. Dersom de har en varekostnadsreduksjon på 10 % ser vi at verdien ved totalkapitalmetoden blir kr 5 389 591,- mens den ved superprofitt vil være kr 4 952 756,-. Dersom selskapet får en varekostnadsøkning på 10 % vil verdien være kr 715 703,- ved totalkapitalmetoden og kr 0,- ved superprofitt. Dette bekrefter igjen risikoprofilen til selskapet, og at slike marginer har viser at selskapet er presset økonomisk.

5.6.4 Driftsinntekter og varekostnader

Ettersom vi har sett på driftsinntekter og varekostnader hver for seg uavhengig av andre faktorer vil det være naturlig å se på hvordan verdien påvirkes dersom driftsinntektene øker/redueres samtidig som varekostnaden øker/redueres. Vi har valg +/- 15 % som intervall da vi anser dette som et realistisk senario ut i fra de faktorene som ligger i selskapet.

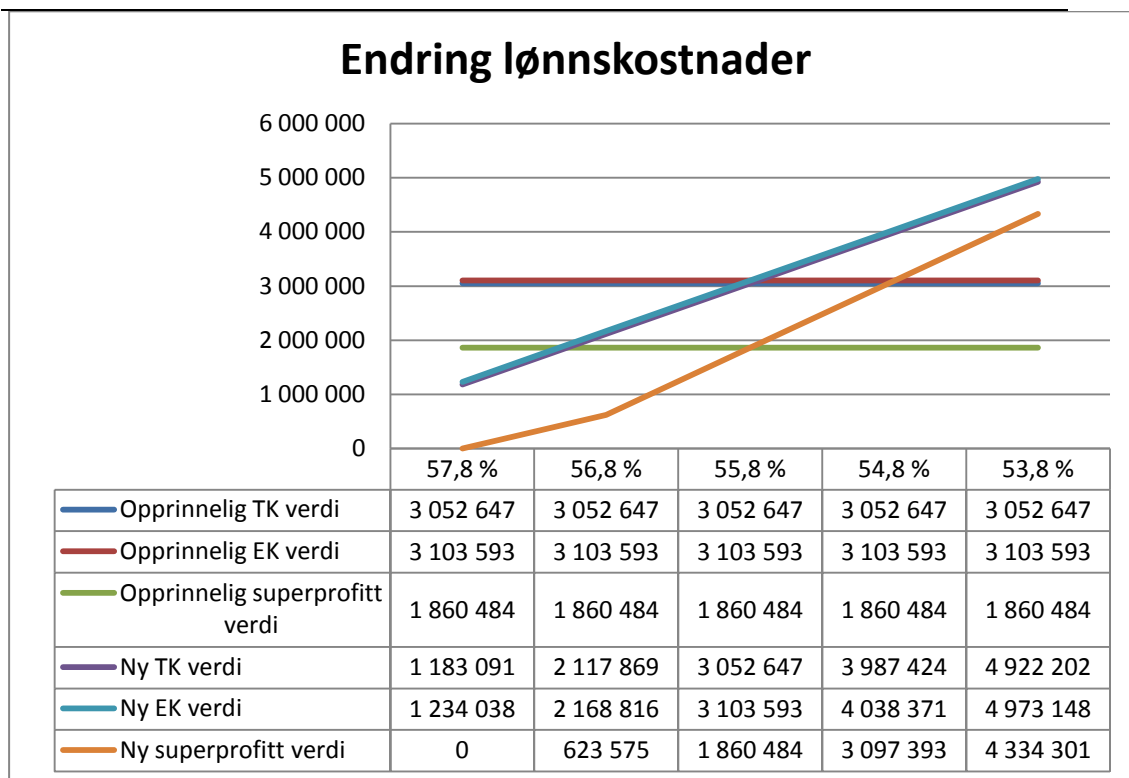


Figur 18: Endring i driftsinntekter og varekostnad

Som vi ser av grafen er endringen av verdien her naturlig nok ikke like stor som tidligere. Ved 15 % reduksjon vil verdien være kr 2 432 241,- ved totalkapitalmetoden og kr 1 007 017,- ved superprofitt. Ved 15 % økning vil verdien være kr 3 673 053,- ved totalkapitalmetoden og kr 2 713 951,- ved superprofitt. Dermed kan vi se at dette ikke har stor betydning for selskapets verdi, og det bekrefter dermed våre antagelser om at den lave resultatgraden.

5.6.5 Endring i lønn

Lønnskostnadene er en stor del av kostnadene til Trøndelag Isolering, og det vil derfor være naturlig å se på denne i en senarioanalyse. I beregningen av den opprinnelige verdien av selskapet hadde vi en lønnskostnad på 55,8 % av driftsinntektene. Vi har valgt å se på endringer fra et intervall +/- 2 %. Dette betyr i så måte at vi har analysert en økning i lønnskostnadene på 2 % og en nedgang i lønnskostnadene på 2 % med 1 % endring mellom hvert senario.



Figur 19: Endring i lønnskostnader

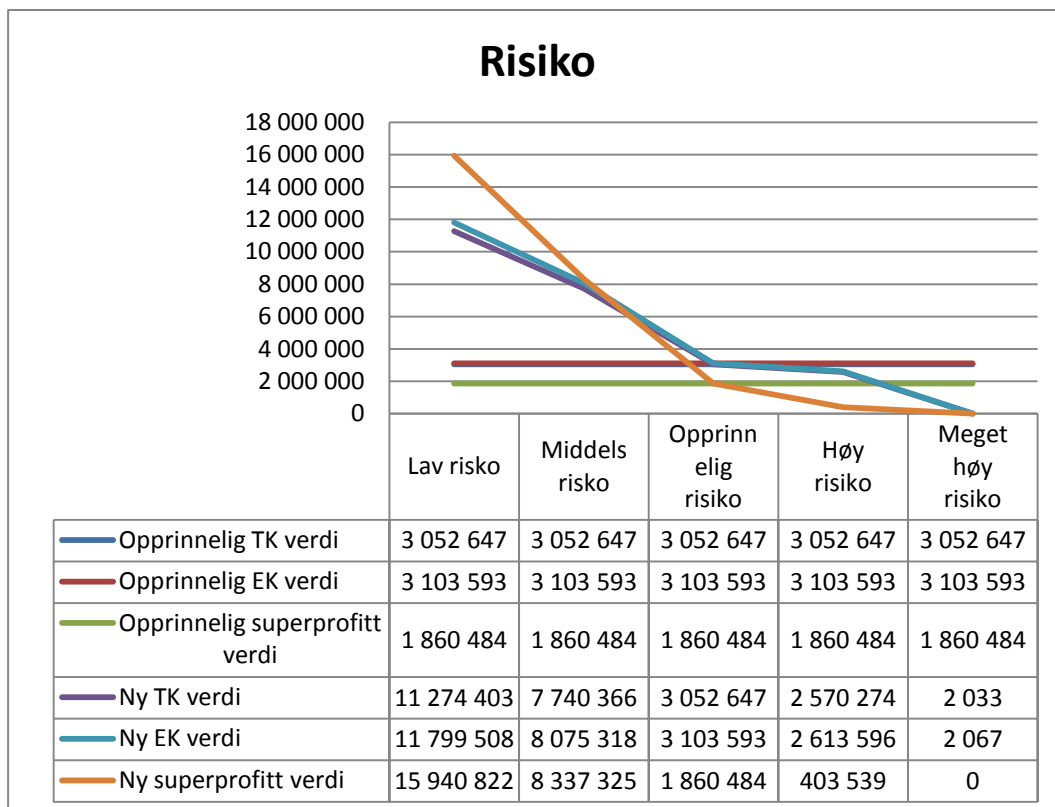
Grafene ovenfor reflekterer utslagene i disse endringene. Vi ser også at dette gjør store utslag i verdien av selskap, uavhengig av hvilken metode som benyttes. Ved en økning i lønnskostnadene, gitt at alle andre variabler holdes uendret, vil selskapet logisk nok bli mindre hvert. Det som er spennende å se er at bare 1 % endring i lønnskostnadene, svekker verdien av selskapet betrakterlig. Denne scenarioanalysen tar dermed for seg aktuelle hendelser som vi synes er viktig å ta med for å kunne beregne en mest realistisk verdi på Trøndelag Isolering AS.

5.6.6 Endring i risiko

Som tidligere diskutert i oppgaven er risiko et sentralt element når man snakker om Trøndelag Isolering og dets bransje.

Derfor har vi valgt å ta med risiko i scenarioanalysen, og slik man ser av grafen over, kan en endring i risikoprofilen føre til relativt store endringer.

Måten dette er gjort på er at vi har regnet ut et nytt avkastningskrav ut i fra en gitt risikoklassifisering som er omtalt under den integrerte risikoanalysen.



Figur 20: Endring i risiko

Ikke uventet øker selskapsverdien betraktelig ved både lav og høy risiko.

Det er tidligere i oppgaven konkludert med at selskapet driver i et høyrisikomarked, og at man antar at dette ikke vil endre seg i nærmeste fremtid. Derfor blir både scenarioet med lav og middels risiko en beregning som kun vil være interessant om markedsforholdene skulle endre seg slik at risikoprofilen endres. Den opprinnelige risikoen ble beregnet til å gjelde for et avkastningskrav på 12,16 %, og er basert på drift i et høyrisikomarked. Under "høy risiko" i grafen er det tatt utgangspunkt i et avkastningskrav på 13,89 %, og er noe høyere enn hva vi har satt gjeldende for oppgaven. Da ser man at selskapsverdien faller med ca. 500 000 kroner, og er et estimat vi anser for å være realistisk.

I scenarioet med meget høy risiko, har vi lagt et avkastningskrav på 16,77 % til grunn. Da ser man at verdien på både egenkapital- og total kapitalmetoden nesten faller ned mot null.

Et slikt avkastningskrav anser vi for å være nærmest urealistisk pga. at Trøndelag Isolering ikke er et selskap med enorm risiko.

Dette scenarioanalysen er beregnet for å vise hvor store forskjeller man kan oppleve i selskapsverdien, alt etter hvordan man klassifiserer risiko.

Med bakgrunn i dette scenarioet føler vi oss enda sikrere på at det avkastningskravet som er valgt i oppgaven for Trøndelag Isolering, er korrekt i forhold til risikoen i markedet. Både med tanke på diskusjoner i oppgaven, og beregningene som er utført.

5.6.7 Sammendrag av scenarioanalysen

Analysen av hvordan enkelte faktorer påvirker verdien til selskapet har i stor grad vist oss at verdien av Trøndelag Isolering varierer mye ved relativt små endringer i enkelte deler av estimeringen. Vi ser at spesielt lønnskostnader og varekostnader og risiko er faktorer som har stor innvirkning på verdien, mens en endring i driftsinntektene og varekostnaden ikke påvirker verdien i like stor grad. Dette er på grunnlag av at Trøndelag Isolering ikke er i posisjon til å ha høye resultatgrader. Dette bekrefter at økning i driftsinntektene ikke nødvendigvis er hovedmålet i selskapet, da dette vil føre til høyere risiko, og at resultatet ikke kompensere for dette. Lønnskostnadene er en svært viktig faktor for verdien av selskapet, noe vi har tatt høyde for i den integrerte risikoanalysen. Når det gjelder sensitivitetsanalysen for risiko viser den at en lavere risiko vil øke verdien i selskapet betraktelig. Dette forteller oss at det finnes oppsidepotensial i selskapet, men det er liten sannsynlig at det er lav risiko i selskapet og vi vil derfor ikke ta med lav risiko i simuleringen. Sensitivitetsanalysen har i stor grad bekreftet våre analyser på risikoen som ligger i selskapet i dag.

5.7 Simuleringsanalyse

Vi ønsker å foreta en simuleringsanalyse som verktøy for å rettferdiggjøre våre beregninger, og for å kunne belyse hvilken verdi av selskapet som er realistisk. Vi har tatt i bruk Crystal Ball i Excel, og analysert med en Monte Carlo analyse. Måten dette fungerer på er at vi har valgt ut enkelte faktorer som påvirker verdien av selskapet, for så å sette intervaller for maksimum og minimum av faktorene. Disse faktorene kalles kritiske faktorer, og representerer sannsynlige verdier dersom faktorene er mest optimistisk eller mest pessimistisk. Da disse er bestemt vil vi simulere 25 000 trekk i Crystal Ball, og dermed få opp en tabell som kan vise sannsynlighet for oppside og nedside i selskapet. Dette vil kunne være med på å se om verdien vi tidligere har beregnet er en realistisk verdi.

De kritiske faktorene vi har tatt i bruk i Monte Carlo analyse er de vi mener bidrar til usikkerhet, og er som følger:

- **Risikofri rente[3 % - 6 %]**

Vi har valgt risikofri rente som kritisk faktor ettersom den risikofrie renten stadig kan forandres, og man kan ikke være sikker på at den vil holdes stabil.

- **Lønnskostnad av driftsinntekter [57,8 % - 53,8 %]**

Årsaken av at vi har tatt med lønnskostnader er at dette er en stor kostnadspost for Trøndelag Isolering, og at den strategiske analysen viste at det knyttes stor usikkerhet til fremtidig lønnsnivå for bransjen.

- **Driftsinntekter [-10 % - 10 %]**

Driftsinntekter er en kritisk faktor ettersom den tidligere har vært svært volatil, og det derfor er usikkert hvordan inntektene forløper seg frem i tid.

- **Varekostnad [-10 % - 10 %]**

Tidligere har Trøndelag Isolering hatt høye varekostnader de årene de har tap på kundefordringer, og det vil derfor være naturlig å ta med varekostnaden som en kritisk faktor.

- **Risiko fra integrerte risikoanalyse[Middels risiko – Meget høy risiko]**

Ettersom det ikke finnes noen relevante muligheter for beta beregning er det derfor risikoen en kritisk faktor som vi ønsker å ta med. Vi har valgt ikke å inkludere lav risiko som minimumsintervall da dette vil være urealistisk.

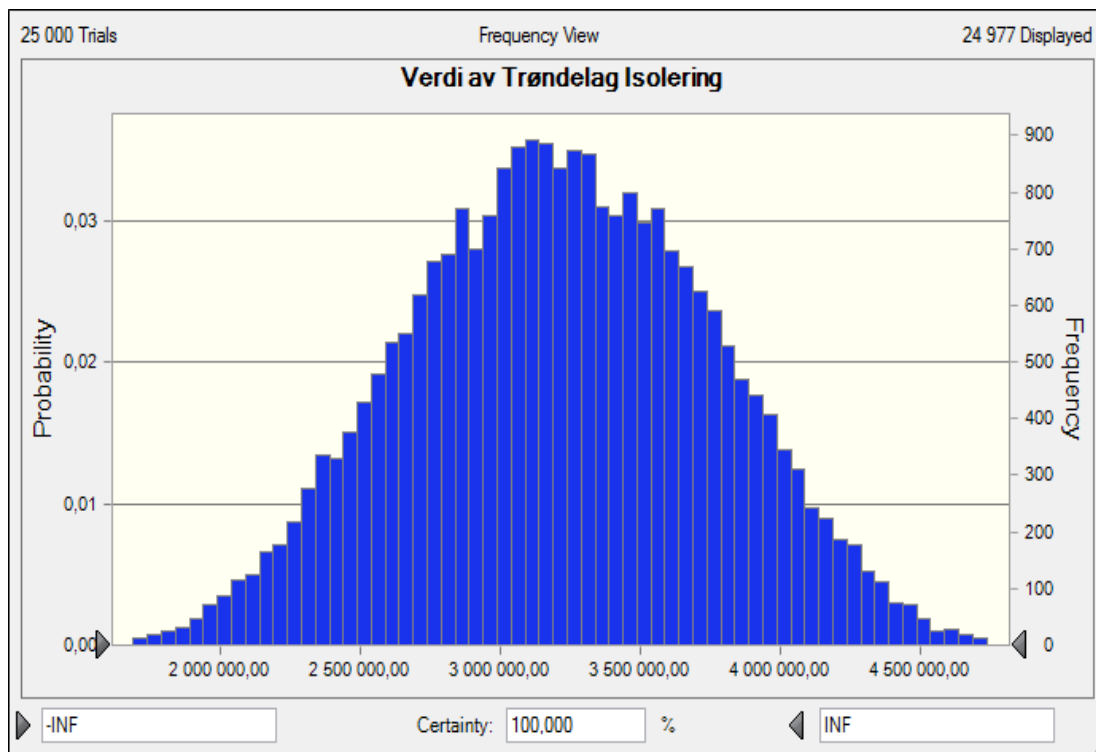
Beregningen på verdi er gjort på samme måte som i senarioanalysen.

- **Vekstfaktor[2 % - 5 %]**

Vekstfaktoren er en naturlig kritisk faktor da det er knyttet usikkerhet til denne.

5.7.1 Usikkerhet i verdien

Nedenfor ser man figuren som viser usikkerheten i verdien og de tallene som er brukt i beregningen. Vi har her tatt i bruk en Monte Carlo simulering med 25 000 trekninger da vi anser dette som et tilstrekkelig tall. Vi har valgt en uniform sannsynlighetsfordeling. I beregningen har vi tatt i bruk totalkapitalmetoden, da dette gir en realistisk verdi for selskapet.



Figur 21: Verdi av Trøndelag Isolering ved Monte Carlo-simulering

Som figuren viser ser vi at fordelingen er nokså normalfordelt, ettersom det finnes liten skjevhet. Dette kan man se ved at den er relativt symmetrisk.

Simuleringer	25 000,00
Gjennomsnitt	3 212 794,00
Median	3 208 011,00
Standardavvik	544 821,00
Skjevhet	-0,0037
Kurtose	2,60
Minimum	1 439 578,00
Maksimum	4 877 524,00

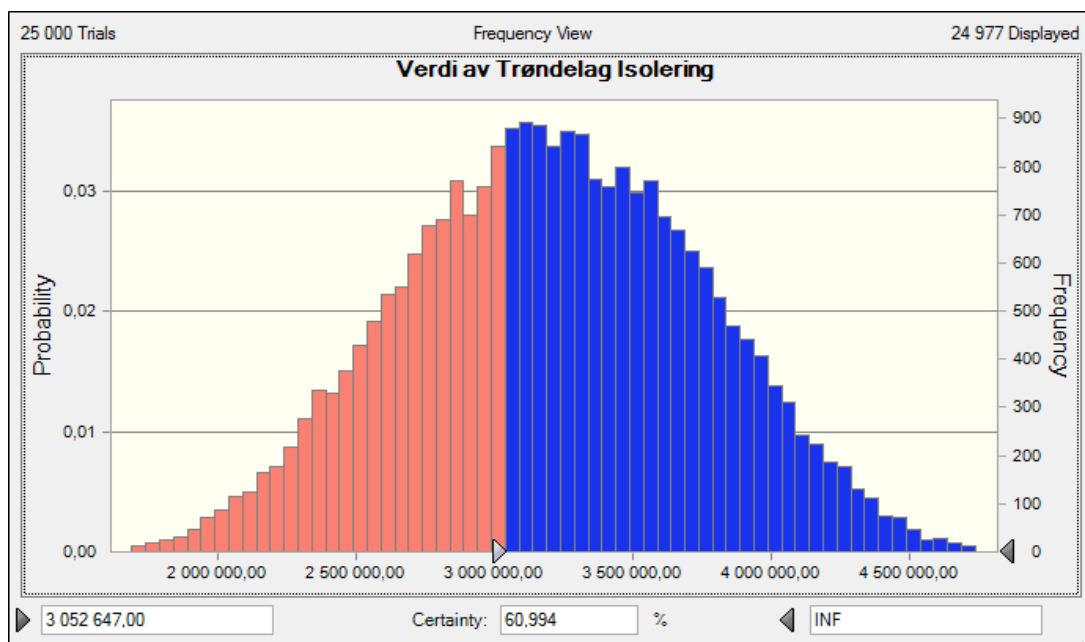
Tabell 35: Statistikk ved Monte Carlo-simulering (verdi)

Som vi ser av tabellen er gjennomsnittet og medianen litt høyere enn vår opprinnelige verdi på kr 3 103 539,-. Den relativt lille forskjellen bekrefter at vi har truffet godt på beregningen av totalkapitalmetoden, og at verdien er realistisk.

Som vi ser av skjevheten er denne kun på $-0,0037$, det vil si at den er tilnærmet normalfordelt da en normalfordeling vil ha en skjevhet på 0. Dette betyr at det er omtrent like mange observasjoner på hver sin side av figuren.

5.7.2 Oppsidepotensial

For å kunne se sannsynligheten for at verdien er høyere enn vi opprinnelig beregnet med totalkapitalmetoden kan vi sette opprinnelig verdi inn i Monte Carlo analysen, som vist i figuren under.

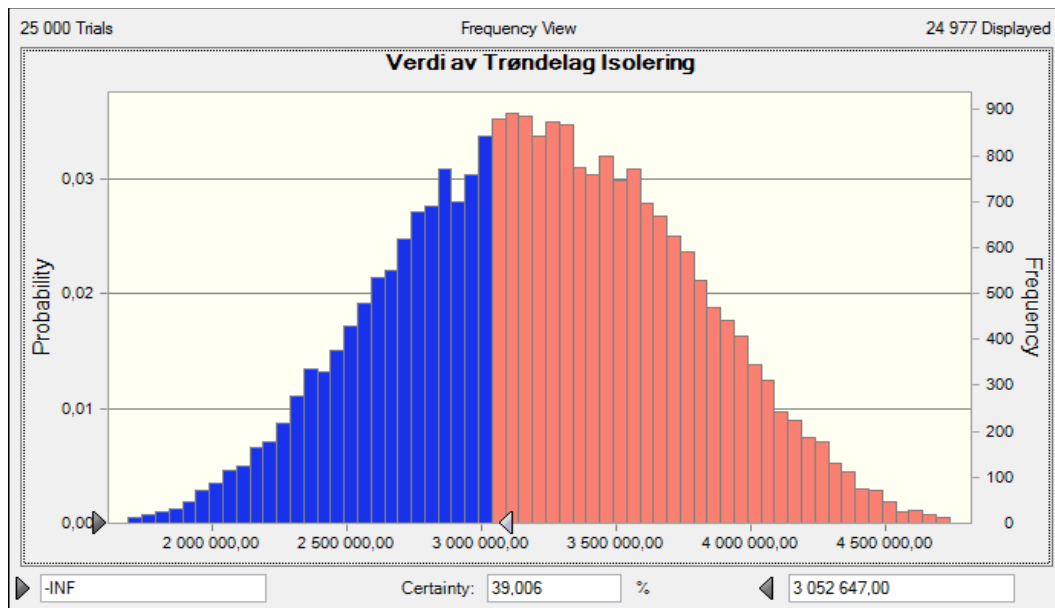


Figur 22: Oppsidepotensial Trøndelag Isolering ved Monte Carlo-simulering

Figuren viser at det er 60,99 % sannsynlighet for at verdien er høyere enn kr 3 052 647,- som vi opprinnelig beregnet.

5.7.3 Nedside

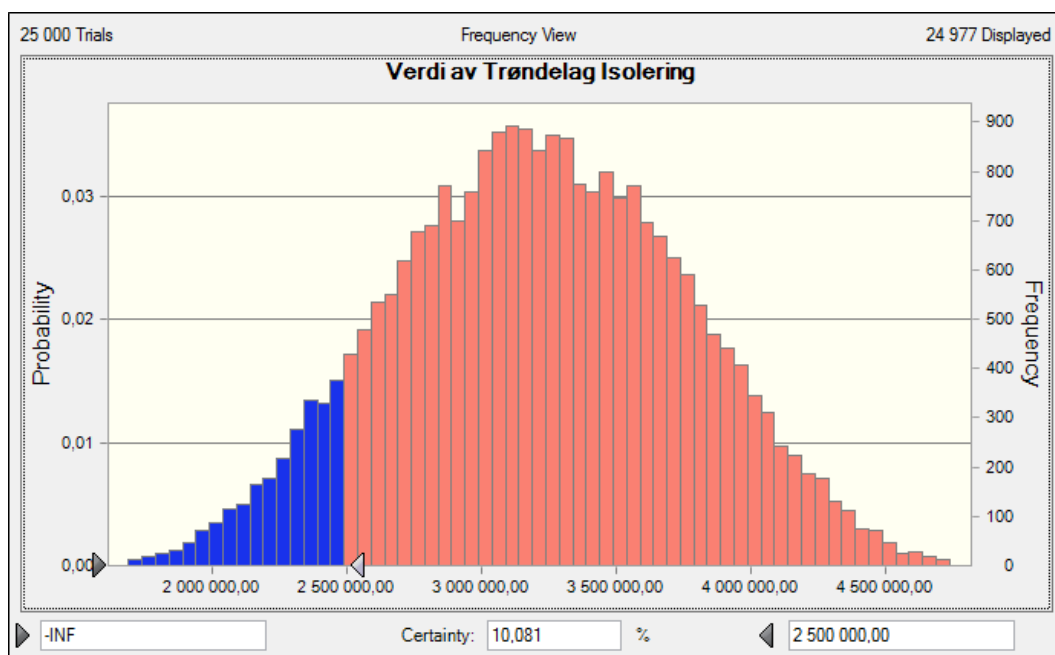
Figuren under viser hvor sannsynlig det er at verdien ligger under beregningen på kr 3 052 647,-.



Figur 23: Nedside av Trøndelag Isolering ved Monte Carlo-simulering

Som figuren viser er det 39 % sannsynlighet for at verdien befinner seg i nedsideintervallet.

Vi har også valgt en lavere verdi på kr 2 500 000,- for å illustrere risiko for at verdien er betydelig mindre enn hva den ble beregnet til.

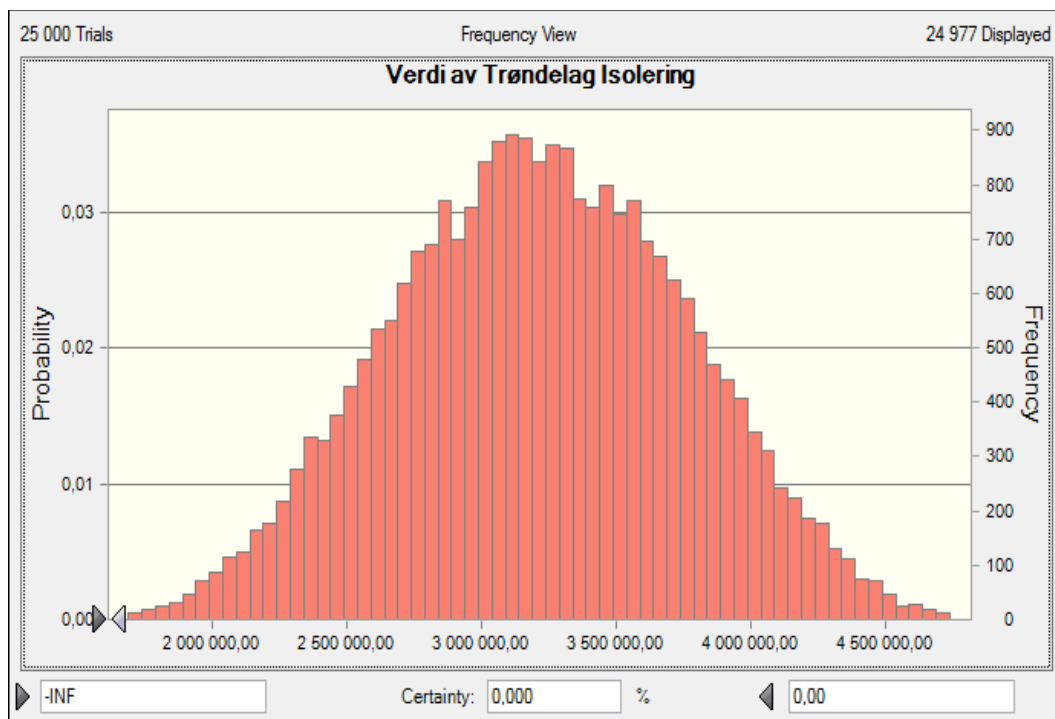


Figur 24: Sannsynlighet for verdi < 2 500 000,- ved Monte Carlo-simulering

Som vi ser av figuren er det 10,08 % sannsynlighet for at verdien er under kr 2 500 000,-.

5.7.4 Konkursrisiko

Vi ønsker å se på konkursrisikoen i Trøndelag Isolering. Dette kan vi gjøre ved å sette inn verdien 0 i nedsiden.



Figur 25: Konkursrisiko Trøndelag Isolering ved Monte Carlo-simulering

Figuren viser konkursrisiko lik 0 %. Her er det viktig å huske på at dette nødvendigvis ikke er et realistisk estimat i forhold til virkeligheten. Årsaken til dette tallet kommer av variablene viser til positiv vekst og positive intervaller.

5.7.5 Oppsummering av simuleringsanalysen

Det vil alltid være knyttet stor usikkerhet til verdivurdering av selskaper, noe denne simuleringsanalysen har vist. Denne analysen har bekreftet vår verdiberegning, samtidig som den viser at det er knyttet usikkerhet til beregningen. Derfor kan man sjelden helt sikkert si en fast verdi på et selskap, og det er ikke realistisk å tro at verdien av selskapet kan beregnes akkurat på krona. Dette har vi vist gjennom Monte Carlo analysen, som argumenterer for en minimumsverdi på kr 1 439 578,- og en maksimumsverdi på kr 4 877 524,- avhengi av de kritiske faktorene. Dette er et intervall på hele kr 3 437 946,- noe som bekrefter usikkerheten i selskapet, men samtidig får vi bekreftet en sannsynlig verdi på rundt kr 3 053 000,- til kr 3 213 000,-.

6. Konklusjon

Etter å ha gjennomført en analyse av både strategi og regnskap har vi kommet frem til en verdi i intervallet 3,1 MNok og 3 MNok. Dette er den estimerte verdien av selskapet uten at vi har tatt i bruk det faktiske regnskapet fra 2011 grunnet oppgavens tidsintervall.

Det er viktig å understreke at verdien vi har beregnet ikke bør brukes som en konkret fasit, da det er svært mange ulike variabler som påvirker verdien. Dette bekreftes i simuleringsanalysen. Det er derfor nærliggende å bruke dette tallet som et utgangspunkt, - fremfor en fasit - for fastsettelse av den endelige verdien av selskapet, og en eventuell sum ved eierskifte.

Den strategiske analysen viser at bransjen står ovenfor en del utfordringer. Dette gjelder spesielt ved anskaffelse av ny arbeidskraft, da undersøkelsen hos utdanningskontoret viste at det er tilnærmet ingen interesse for fagfeltet i Midt-Norge. Dette bidrar, sammen med økende konkurranse fra utlandsk arbeidskraft, til risiko for selskapet.

Med bakgrunn i dette mener vi at vi har funnet en realistisk verdi av selskapet, og at dersom selskapet blir solgt i fremtiden vil salgssummen ligge nær vår verdivurdering. I og med at oppgaven vinkles fra eiers ståsted, mener vi at dette er en sum eier både kan og bør si seg fornøyd med.

Referanseliste**Bøker:**

Barney, Jay B. og William S. Hesterly. 2008. *Strategic management and competitive advantage: concepts and cases*. Upper Saddle River, N.J.: Pearson/Prentice Hall

Boye, Knut og Kristine B. Meyer. 1998. *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo: Cappelen akademisk forlag.

Damodaran, Aswath. 2006. *Damodaran on Valuation*. 2nd ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc

Gjesdal, Frøystein og Thore Johnsen. 1999. *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Gottschalk, Petter. 2003. *Ledelse av intellektuell kapital*. Oslo: Universitetsforlaget

Hill, Charles W.L og Gareth R. Jones. 2007. *Cases in strategic management*. 8th ed. Boston: Houghton Mifflin

Johannessen, Asbjørn, Line Christoffersen og Per Arne Tufte. 2011. 3. utgave. *Forskningsmetoder for økonomisk – administrative fag*. Oslo: Abstrakt forlag.

Roos, Göran, Georg Von Krogh, Johan Roos og Lisa Fernström. 2005. *Strategi: en innføring*. Bergen: Fagbokforl.

Shockley-Zalabak, Pamela S. 2012. 8th ed. International ed. *Fundamentals of Organizational Communication: knowledge, sensitivity, skills, values*. Boston, Mass: Pearson Education.

Personer:

Gjestad, Jostein. (2012): Daglig leder og eier, Trøndelag Isolering

Schjelde, Lisbeth (2012): Lederen for utdanning innen blikk, tak, ventilasjon og vvs. Opplæringskontoret Midt-Norge

Rapporter:**Avis/internett artikler:**

Kaefer Constructions. 2012. Hentet 10. januar. 2012.

<http://www.purehelp.no/company/account/kaeferconstructionas/985209952>

Lafopa Industries. 2012. Hentet 9. januar. 2012.

<http://www.purehelp.no/company/account/lafopaindustrieras/945517476>

Norges Bank. 2012 ”NIBOR, Daglig Notering av effektiv rente” Hentet 15.februar

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/nibor-effektiv-rente-daglige-noteringer/>

Norges Bank. 2012 ”Styringsrenten” Hentet 15.februar

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentemoter/styringsrenten/>

Statistisk sentralbyrå. 2012. ”Tema: Befolkningsendring i Sør-Trøndelag”. Hentet 1. februar.

<http://www.ssb.no/folkendrkom/tabeller/tab/16.html>

Statistisk sentralbyrå. 2011. ”Tabell: Omsetningsstatistikk VVS”. Hentet 12. Januar.

http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selectvarval/define.asp&Tabellid=07288

Statistisk sentralbyrå. 2011. ”Tabell: Omsetningsstatistikk VVS”. Hentet 12. Januar.

http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selectvarval/define.asp&Tabellid=03553

Statistisk sentralbyrå. 2012. ”BNP utvikling”. Hentet 12.februar

<http://www.ssb.no/knr/>

Statistisk sentralbyrå. 2012. ”Økonomiske analyser”. Hentet 22. mars

<http://www.ssb.no/emner/08/05/10/oa/201201/int-ok.pdf>

Trøndelag Isolering, 2012 Hentet 8. Januar 2012

<http://www.trondelag-isolering.no/>

Forbrukerportalen. 2010. "Nye krav til energimerking av bolig". Hentet 22. Januar. 2010.

http://forbrukerportalen.no/Artikler/2009/rodt_eller_gront_hus

Vedlegg

Vedlegg 1: Balanseoppstilling

Alle tall i 1000 kroner

År	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Utsatt skattefordel		20	228	208	359	158	86	28	5	93
Sum immaterielle anleggsmidler		20	228	208	359	158	86	28	5	93
Tomter, bygninger etc.	29	27	25	24	22	21	20	18	17	16
Maskiner og anlegg							37	29		
Driftsløsøre/inventar/verktøy/biler	300	182	115	360	43	10	0	410	343	462
Sum varige driftsmidler	329	209	140	383	65	31	56	457	360	477
Sum anleggsmidler	329	229	368	592	424	188	143	485	365	570
Sum varer					651	671	707	713	907	733
Sum varelager	453	794	668	628	651	671	707	713	907	733
Kundefordringer	5 510	3 006	1 756	1 381	1 493	2 996	2 179	2 132	2 383	1 259
Andre fordringer	156	147	192	194	320	216	115	112	123	202
Sum fordringer	5 666	3 153	1 948	1 575	1 812	3 213	2 294	2 245	2 506	1 461
Kasse/Bank/Post	862	955	1 296	575	113	130	1 322	1 324	1 677	851
Sum Kasse/Bank/Post							1 322	1 324	1 677	851
Sum omløpsmidler	6 981	4 902	3 913	2 777	2 576	4 014	4 323	4 281	5 090	3 045
Sum eiendeler	7 310	5 131	4 281	3 369	3 000	4 203	4 466	4 766	5 455	3 616
Aksjekapital/Selskapskapital	150	150	150	150	450	450	450	450	450	101
Sum innskutt egenkapital	150	150	150	150	450	450	450	450	450	101
Annen egenkapital	810	364	247	297		407	469	528	1 665	1 436
Udekket tap					- 89					
Sum opptjent egenkapital	810	364	247	297	- 89	407	469	528	1 665	1 436
Sum egenkapital	960	514	397	447	361	857	919	978	2 115	1 537
Utsatt skatt	17	17	0							
Sum langsiktig gjeld	17	17	0	0	0	0	0	0	0	0
Gjeld til kredittinstitusjoner					100	180				
Leverandørgjeld	973	454	385	440	469	637	539	680	747	421
Betalbar skatt	169	187	179	0			148	315	424	0
Skyldige offentlige utgifter	1 160	979	635	594	784	1 073	1 076	813	1 284	897
Utbytte	1 000	874	0					750		
Annen kortsiktig gjeld	3 031	2 107	2 686	1 888	1 286	1 456	1 784	1 230	885	760
Sum kortsiktig gjeld	6 333	4 601	3 885	2 922	2 639	3 346	3 547	3 788	3 341	2 079
Sum gjeld	6 350	4 618	3 885	2 922	2 639	3 346	3 547	3 788	3 341	2 079
Sum egenkapital og gjeld	7 310	5 132	4 281	3 369	3 000	4 203	4 466	4 766	5 455	3 616
ØVRIG INFORMASJON	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ansatte	29	29	27	22	22	28	23	23		
Lederlønn	479	481	480	344	263	398	433	543	565	543
Leder annen godtgjørelse						5	4	8		
Revisjonshonorar	43	51	40	44	24	58	38	38	57	51
Annet revisjonshonorar		12	11	10	7	3	0		0	21

Vedlegg 2: Resultatregnskap

Alle tall i 1000 kroner

År	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sum salgsinntekter	18 394	18 841	11 602	11 587	10 236	14 891	15 903	20 866	18 323	14 669
Annen driftsinntekt	0	0	88	- 18	0	4	0	0	0	15
Sum driftsinntekter	18 394	18 841	11 690	11 569	10 236	14 895	15 903	20 866	18 323	14 684
Varekostnad	5 486	3 744	2 789	3 097	2 145	4 590	4 219	7 303	4 507	4 473
Lønnskostnader	8 616	9 532	6 995	6 577	6 791	7 742	8 718	9 181	9 627	8 301
Herav kun lønn		8 172	5 928	5 546	5 644	6 485	6 962	7 638	8 159	6 806
Pensjonskostnader									128	299
Avskrivning varige driftsmidler/im. eiend.	74	120	113	63	44	34	11	38	97	132
Andre driftskostnader	2 617	4 941	1 976	1 729	1 752	1 785	2 126	3 024	2 525	2 101
Husleiekostnader										
Sum driftskostnader	16 793	18 337	11 874	11 465	10 730	14 151	15 074	19 547	16 756	15 007
Driftsresultat	1 601	504	- 184	104	- 494	744	829	1 319	1 567	- 323
Annen renteinntekt	56	167	83	5	2	0	0	0	21	10
Annen finansinntekt	0	0	0	0	0	0	1	4	0	- 1
Annen rentekostnad	7	23	0	2	15	0	0	0	4	3
Andre finanskostnader			61	37	29	47	48	141	1	0
Sum finanskostnader	60	76	61	39	44	47	48	141	5	3
Netto finans	- 4	91	22	- 33	- 43	- 47	- 47	- 138	17	6
Ordinært resultat før skattekostnad	1 597	595	- 163	70	- 537	697	782	1 182	1 584	- 317
Skattekostnad på ordinært resultat	447	168	46	20	- 151	201	220	373	448	- 88
Årsresultat	1 150	427	- 117	51	- 386	496	563	809	1 136	- 229
Avsatt utbytte	1 000	874	0				500	750		
Overføringer til/fra annen egenkapital	150	- 447	- 117	51	- 297	407	63	59	1 136	- 229
Udekket tap					- 89	89				
Sum overføringer			- 117	51	- 386	496	563	809	1 136	- 229

Vedlegg 3: Beregning av CCC

Sum omløpsmidler	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Gj. Snitt	
Kaefer Construction AS	18 530	16 093	16 777	16 179	36 311	41 875	61 519	55 820	69 134	36 915	
Aasen Bygg AS	136 606	183 420	206 430	330 989	267 743	319 210	174 516	151 895	141 942	212 528	
BIS Industrier AS	886 786	751 334	848 347	842 803	727 057	1 492 594	1 437 249	1 217 792	1 220 911	1 047 208	
Oslo Isolasjonsservice AS	14 962	12 884	16 064	17 979	18 490	19 170	17 581	14 655	15 983	16 419	
Trøndelag Isolering	4 903	3 913	2 777	2 576	4 014	4 323	4 281	5 090	3 045	3 880	
Snitt bransje	211 377	192 746	217 524	241 590	209 920	374 570	338 173	288 032	289 594	262 614	
Snitt Trøndelag Isolering	4 903	3 913	2 777	2 576	4 014	4 323	4 281	5 090	3 045	3 880	
Sum kortsiktig gjeld	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Gj. Snitt	
Kaefer Construction AS	15 128	20 704	22 240	21 654	40 702	46 225	30 351	26 455	38 643	29 122	
Aasen Bygg AS	69 019	48 963	87 722	60 098	102 714	196 927	68 588	54 074	28 555	79 629	
BIS Industrier AS	174 818	161 893	177 657	251 717	263 909	338 317	367 199	304 196	313 580	261 476	
Oslo Isolasjonsservice	1 966	2 458	4 574	3 341	4 743	3 822	4 190	2 541	2 942	3 397	
Trøndelag Isolering	4 601	3 884	2 922	2 639	3 345	3 547	3 788	3 340	2 078	3 349	
Snitt bransje	65 233	58 505	73 048	84 203	103 017	146 323	117 582	96 817	95 930	93 406	
Snitt Trøndelag Isolering	4 601	3 884	2 922	2 639	3 345	3 547	3 788	3 340	2 078	3 349	
Sum varelager	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Gj. Snitt	2001
Kaefer Construction AS	546	707	634	789	2 239	4 127	2 859	2 378	1 466	1 749	0
Aasen Bygg AS	58 026	0	0	36 749	78 342	188 056	28 016	77 314	10 577	53 009	19 424
BIS Industrier AS	3 492	7 533	7 400	10 025	4 269	7 214	7 229	11 579	12 046	7 865	7 188
Oslo Isolasjonsservice	8	0	223	115	140	55	40	43	49	75	8
Trøndelag Isolering	794	668	628	651	671	707	713	907	733	719	453
Snitt bransje	15 518	2 060	2 064	11 920	21 248	49 863	9 536	22 829	6 035	15 675	6 655
Snitt Trøndelag Isolering	794	668	628	651	671	707	713	907	733	719	453
Sum kundefordringer	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Gj. Snitt	2001
Kaefer Construction AS	16 407	13 206	14 151	13 295	32 398	34 989	47 576	45 537	48 313	29 541	0
Aasen Bygg AS	12 701	50 446	74 024	35 092	25 246	5 784	25 943	22 426	13 603	29 474	21955
BIS Industrier AS	166 698	154 996	184 904	135 354	137 278	319 049	359 360	138 107	316 216	212 440	158237
Oslo Isolasjonsservice	1 966	968	2 235	2 857	3 734	3 063	2 726	2 341	2 610	2 500	2011
Trøndelag Isolering	3 006	1 756	1 381	1 493	2 996	2 179	2 132	2 383	1 259	2 065	5510
Snitt bransje	49 443	54 904	68 829	46 650	49 664	90 721	108 901	52 103	95 186	68 489	45 551
Snitt Trøndelag Isolering	3 006	1 756	1 381	1 493	2 996	2 179	2 132	2 383	1 259	2 065	5 510
Sum varekostnad	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Gj. Snitt	2001
Kaefer Construction AS	19 675	12 677	20 532	18 647	33 705	46 713	54 409	33 500	34 599	30 495	19 675
Aasen Bygg AS	131 706	115 957	157 845	212 590	200 958	214 842	126 636	99 946	73 872	148 261	76 659
BIS Industrier AS	897	2 690	1 488	1 633	433	1 548	2 522	106	619	1 326	264 398
Oslo Isolasjonsservice	5 216	4 128	5 275	6 281	5 929	9 692	6 601	5 054	6 207	6 043	4 445
Trøndelag Isolering	3 744	2 789	3 097	2 145	4 590	4 219	7 303	4 507	4 473	4 096	5 486
Snitt bransje	39 374	33 863	46 285	59 788	60 256	68 199	47 542	34 652	28 824	46 531	91 294
Snitt Trøndelag Isolering	3 744	2 789	3 097	2 145	4 590	4 219	7 303	4 507	4 473	4 096	5 486

Sum varekjøp	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Gj. Snitt	
Kaefer Construction AS		12 838	20 459	18 802	35 155	48 601	53 141	33 019	33 687	28 411	
Aasen Bygg AS	170 308	57 931	157 845	249 339	242 551	324 556	-33 404	149 244	7 135	147 278	
BIS Industrier AS	-2 799	6 731	1 355	4 258	-5 323	4 493	2 537	4 456	1 086	1 866	
Oslo Isolasjonsservice	5 216	4 120	5 498	6 173	5 954	9 607	6 586	5 057	6 213	6 047	
Trøndelag Isolering	4 085	2 663	3 057	2 168	4 610	4 255	7 309	4 701	4 299	4 127	
Snitt bransje	57 575	20 405	46 289	69 643	69 584	96 814	7 215	47 944	12 030	45 901	
Snitt Trøndelag Isolering	4 085	2 663	3 057	2 168	4 610	4 255	7 309	4 701	4 299	4 127	
Sum leverandørgjeld	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Gj. Snitt	2001
Kaefer Construction AS	1 695	2 756	12 035	6 446	7 695	8 897	6 426	7 513	10 725	7 132	0
Aasen Bygg AS	17 696	6 314	9 916	12 570	27 889	13 711	11 714	5 672	9 521	12 778	6766
BIS Industrier AS	52 977	27 057	35 226	70 036	81 272	154 806	140 175	111 737	137 791	90 120	36719
Oslo Isolasjonsservice	864	345	1 091	957	994	1 692	1 220	872	1 071	1 012	1013
Trøndelag Isolering	454	385	440	469	637	539	680	747	421	530	973
Snitt bransje	18 308	9 118	14 567	22 502	29 463	44 777	39 884	31 449	39 777	27 760	11 125
Snitt Trøndelag Isolering	454	385	440	469	637	539	680	747	421	530	973
Sum omsetning	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Gj. Snitt	
Kaefer Construction AS	52 644	44 959	62 972	62 747	89 775	126 429	182 335	145 330	129 682	99 653	
Aasen Bygg AS	136 606	183 420	206 439	330 989	267 743	319 210	174 516	151 895	141 942	212 529	
BIS Industrier AS	886 786	751 334	348 347	842 803	727 057	1 492 594	1 473 240	1 217 792	1 229 911	996 652	
Oslo Isolasjonsservice	14 962	12 884	16 064	17 979	18 490	19 170	17 581	14 655	15 983	16 419	
Trøndelag Isolering	18 841	11 490	11 569	10 236	14 895	15 903	20 866	18 323	14 684	15 201	
Snitt bransje	272 750	248 149	158 456	313 630	275 766	489 351	461 918	382 418	379 380	331 313	
Snitt Trøndelag Isolering	18 841	11 490	11 569	10 236	14 895	15 903	20 866	18 323	14 684	15 201	

Vedlegg 4: Kompetanseanalyse

Navn:	Dato ansatt:	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	Anmerkninger
Gunnar Klefsåsvold	07.okt.96													Lageransvarlig - sjåfør - diverse jobber - 80% stilling
John Egil Korsen	07.okt.96	3	3	3	2	3	2	3	3	2	3	2	3	Lang erfaring
Josef Kadlec	07.okt.96	1	2	3	3	3	2	1	1	1	3	2	3	40% stilling
Eivind Thorsrud	02.jan.97	1	3	2	3	3	1	2	1	2	2	2	3	Fagbrev
Bjørn Jenssen	11.aug.97	2	2	1	3	1	1	2	2	2	2	1	1	
Vidar Trustrup	15.sep.97	3	3	3	3	3	2	3	3	3	3	2	3	Fagbrev
Ketil Eriksen	28.okt.02		3	1	3	2	2	1		2	1		1	
Ole Bjørn Giske	01.aug.05		4	1	3	4	2	2	1	2			2	Bas på fjernvarme og Elkem
Magne Svanem	13.nov.06	2	3		3	3	1	2		2	2	1	3	
Aril Reiersen	05.feb.07		3		3	2	1	1					2	Sluttet 7. november 2011
Einar John Gilberg	03.mai.07		2		2			1		1	1	3	1	Ansvarlig for formsyde puter
Paul - Richard Gjølme	01.okt.08		3		3	1	1	2		1			1	
Robert Hedmar	27.okt.08	1	3	2	3	3	2	2	1	3	3	1	3	
Roar Berg	18.mai.11		2		2	2		1			2		2	
Rune Breiset	01.jun.11													Lærling
Kim Bjørklund	05.sep.11		2		2			2						Nyansatt
Rikard Myren	01.nov.11							2					2	Nyansatt

*Vedlegg 5: Læreplan i isolatørfaget***LÆREPLAN I ISOLATØRFAGET****SÆRLØP VG2 OG VG3 / OPPLÆRING I BEDRIFT**

Fastsatt som forskrift av Utdanningsdirektoratet 9. mars 2007 etter delegasjon i brev av 26. september 2005 fra Utdannings- og forskningsdepartementet med hjemmel i lov 17. juli 1998 nr. 61 om grunnskolen og den vidaregåande opplæringa (opplæringslova) § 3-4 første ledd.

Gjelder fra: 1. august 2007.

Formål

Isolatørfaget omfatter hovedsakelig isolering av rør, tanker, ståldekk og stålvegger mot varme, kulde, lyd og brann. Faget skal bidra til å oppfylle de strenge kvalitetskravene som stilles til isolasjon i bygninger, på skip og innen kjemisk, olje- og gassbasert industri. Manglende isolering kan få alvorlige økonomiske konsekvenser og skade miljøet. Ved effektiv ressursutnyttelse, som tar hensyn til natur og miljø, kan derfor isolatørfaget medvirke til å sikre betydelige samfunnmessige verdier og bidra til bærekraftig utvikling.

Opplæringen skal utvikle evnen å arbeide nøyaktig og selvstendig etter gjeldende regelverk og prosedyrer, tegninger og kravspesifikasjoner. Den skal også bidra til å øve opp lærlingens evne til å mestre de krav som stilles til tekniske ferdigheter og kvalitet i yrkesutøvelsen. Videre skal faget stimulere til kreativ tenkning og utvikle evnen til å kommunisere med kunder, kolleger og andre samarbeidspartnere. Opplæringen skal også fremme faglig bevissthet og tverrfaglig samarbeid. I det faglige arbeidet skal det legges vekt på helse, miljø og sikkerhet.

Fullført og bestått opplæring fører fram til fagbrev. Yrkestittel er isolatør.

Struktur

Faget er strukturert i to hovedområder. Hovedområdene utfyller hverandre og må ses i sammenheng.

Oversikt over hovedområdene:

Årstrinn	Hovedområder	
Vg2 og Vg3 / opplæring i bedrift	Isolering og overflatebeskyttelse	Bransjelære

Lærlingen skal ha fellesfag etter bestemmelser gitt av Kunnskapsdepartementet.

Beskrivelse av hovedområdene

Isolering og overflatebeskyttelse

Hovedområdet dreier seg om montering av ulike typer isolasjonsløsninger mot varme, kulde, lyd og brann. Produksjon og montering av bekledninger for beskyttelse mot vær og mekanisk påvirkning inngår i hovedområdet. I hovedområdet inngår også installasjon av panelsystemer, himlinger, dører og gulv. Bruk av redskaper, materialer og produktkunnskaper står sentralt. Planlegging, dokumentasjon, registrering og avviksrapportering er en del av hovedområdet.

Bransjelære

Hovedområdet dreier seg om tegningsforståelse, materialegenskaper og beregning av materialforbruk. Planlegging, dokumentasjon og vurdering av eget arbeid inngår i hovedområdet helse, miljø og sikkerhet, og kvalitetssikring står sentralt. Hovedområdet omhandler også fagets regelverk og forholdet mellom arbeidsgiver og arbeidstaker.

Grunnleggende ferdigheter

Grunnleggende ferdigheter er integrert i kompetansemålene der de bidrar til utvikling av og er en del av fagkompetansen. I isolatørfaget forstås grunnleggende ferdigheter slik:

Å kunne uttrykke seg muntlig og skriftlig i isolatørfaget innebærer å kommunisere med kunder, kolleger og leverandører om planlegging av arbeidet, faglige løsninger og risikovurderinger. Det innebærer også å dokumentere utført arbeid skriftlig.

Å kunne lese i isolatørfaget innebærer å finne fram til relevant informasjon i faglitteratur og aktuelle lover og forskrifter. Det innebærer også å forstå og bruke spesifikasjoner, tegninger, produktbeskrivelser og arbeidsbeskrivelser.

Å kunne regne i isolatørfaget innebærer å beregne volum, mengder, størrelser, tid og kostnader. Det innebærer også å ta mål og anvende målestokk.

Å kunne bruke digitale verktøy i isolatørfaget innebærer å bruke dem i forbindelse med planlegging, produksjon, dokumentasjon, kvalitetssikring og kommunikasjon. Det innebærer også å kunne bruke digitale verktøy til måling, beregning og tegning.

Kompetansemål

Etter Vg3

Isolering og overflatebeskyttelse

Mål for opplæringen er at lærlingen skal kunne

- planlegge, utføre, dokumentere og vurdere eget arbeid i forbindelse med isolering og overflatebeskyttelse
- utføre arbeid i henhold til gjeldende regelverk for faget
- velge ut og montere isolasjons- og brannsikringsprodukter mot varme, kulde, brann og lyd
- velge brannnettingsmetode og utføre ulike typer passiv brannbeskyttelse innen bygg, industri, på skip og offshore
- montere ulike typer isolasjon og overflatebeskyttelse på rør, ventiler, beholdere og tankanlegg
- bruke ulike typer tynnplatemetaller og lage overflatebeskyttelse og festeanordninger til rør, ventiler, beholdere og tankanlegg
- lage og montere isolasjons- og brannsikringsputer
- montere isolasjonsjakker
- dokumentere gjennomført kurs i varme arbeider
- velge ut og bruke verktøy og utstyr
- foreta målinger og utarbeide skisser for prefabrikking i samsvar med tegninger, skjemaer og standarder
- montere veggsystemer, himlinger, dører, vinduer og møbler
- montere kjøle- og fryseromspaneler, porter og dører
- tegne, utfolde, lage og montere overflatebeskyttelse
- bruke materialer som ivaretar hensyn til miljø og økonomi
- utføre arbeid i henhold til gjeldende regler for helse, miljø og sikkerhet
- gjøre rede for egenskapene til materialer som brukes i produksjonen

Bransjelære

Mål for opplæringen er at lærlingen skal kunne

- gjøre rede for fagets opprinnelse og plass i samfunnet
- lese og bruke tegninger, beskrivelser og monteringsanvisninger
- utarbeide skisser etter målestokk
- gjøre rede for montering av flytende dørk og datagulv
- følge bedriftens kvalitetssikringssystem
- veilede kunder om materialer som ivaretar hensyn til miljø og økonomi
- beregne materialforbruk knyttet til ulike arbeidsoppgaver

Vurdering

Vg3 isolatørfaget

Bestemmelser for sluttvurdering

Hovedområder	Ordning
Isolering og overflatebeskyttelse Bransjelære	Alle skal opp til en skriftlig eksamen i faget. Eksamenen må være bestått før fagprøven kan gjennomføres. Eksamenen utarbeides sentralt og sensureres lokalt. Alle skal opp til fagprøven, som normalt skal gjennomføres over minst fem virkedager.

Gjennomført kurs i varme arbeider inngår ikke i vurderingen, men dokumenteres med eget kursbevis.

De generelle bestemmelsene om vurdering er fastsatt i forskrift til opplæringsloven.

Vedlegg 6: Intervjuguide

Presentasjon av oss og beskrivelse av oppgaven

Kan du fortelle oss litt om blikk, tak og ventilasjon og din rolle innenfor dette?

Formålet med dette intervjuet er å kunne belyse utsiktene for tilgangen til arbeidskraft for Trøndelag isolering, hvordan vil du si utsiktene ser ut for bransjen?

Kan du fortelle litt om etterspørselen etter lærlings plass som isolatør?

Hvordan er pågangen etter kompetanse innenfor fagfeltet?

Hvordan kan du/dere bidra til å belyse muligheten til at flere utdanner seg til isolatør?

Hva må til for at flere skal utdanne seg til isolatør?

Er det mangel på denne arbeidskraften?

Er det stor konkurranse fra utlandet?

Hvordan er kompetansenivået til utenlandske arbeidsfolk som jobber innenfor dette?

Hvordan opplever du denne bransjens utdanningsfremtid?

Hvordan mener du at bedrifter som søker etter faglært arbeidskraft bør fremstå for å tiltrekke seg arbeidstakere?

Er det noe du vil legge til som jeg ikke har spurt deg om i intervjuet?